

## **Più spazio per gli investimenti in Europa: ingegneria finanziaria dal sapore social**

Marcello Minenna

07 gennaio 2019

Non è una novità oramai che l'Eurozona presenti più velocità e che le economie dei Paesi membri esprimano differenti potenziali; varie metriche colorano in tal senso il dibattito politico, mediatico e quindi pubblico: spread, deficit, inflazione, crescita del PIL, output gap, il debito nelle sue varie sfaccettature, privato, pubblico e implicito, e così via dicendo.

Molto meno spazio purtroppo viene dedicato a discutere temi più di sostanza: come incrementare la convergenza tra i cicli economici dei vari Stati e spingere concretamente in una ventina d'anni verso il progetto degli Stati Uniti dell'Eurozona.

Servirebbe infatti approfondire i motivi delle differenze, soppesando gli effetti di diverse politiche fiscali ed energetiche, esaminando i gap logistici e infrastrutturali, i divari dei servizi sanitari, pensionistici e più in generale sociali. Il dibattito andrebbe centrato intorno ad analisi sistematiche e comparative tra le potenzialità moltiplicative degli investimenti nei vari Paesi membri, da intendersi in una prospettiva unitaria e non autarchica.

Ciò porterebbe in chiaro che gli investimenti più produttivi, cioè in grado di offrire un maggiore reddittività anche sociale, sono quelli nelle aree più colpite dalla crisi; emergerebbe che proprio in queste aree i servizi a supporto dello sviluppo della società civile siano sempre più assenti con il rischio peraltro di attività illecite e infiltrazioni malavitose che, incrementando il sommerso, demoliscono l'economia soprattutto se di mercato.

Perché non immaginare allora una società veicolo (SPV) creata tra i Paesi membri e aperta a piccoli e grandi investitori finalizzata a realizzare importanti progettualità anche con finalità sociali?

Questo SPV dovrebbe finanziare lo sviluppo delle infrastrutture di base e la ricostruzione di quelle che si sono deteriorate non solo a causa della crisi e della successiva, perdurante austerità, ma anche dell'assenza di una strategia e di un progetto unitario di modernizzazione e di sfruttamento del potenziale della nostra area valutaria, in una prospettiva di competizione globale e con un focus a livello locale.

L'aspetto social degli investimenti infrastrutturali verrebbe enfatizzato da interventi collaterali che valorizzino come fonte primaria di

occupazione la formazione dei lavoratori già presenti sul territorio. Per incoraggiare l'aumento dell'offerta locale di forza lavoro, si possono mettere in cantiere progetti di sostegno sociale, come asili nido gratuiti, estensione degli orari scolastici, riorganizzazione del mercato degli affitti. Parimenti è ipotizzabile agire sulla riqualificazione urbana e ambientale per favorire un aumento permanente della qualità della vita percepita attraverso la creazione di aree verdi, piste ciclabili, aree pedonali, etc. Tutto questo non richiede evidentemente di penalizzare lo sviluppo del settore terziario ed in particolare dell'industria turistica che, come noto, ha una sua rilevanza per l'economia dei Paesi del Sud dell'Europa.

Ho discusso questa ipotesi di lavoro recentemente a Roma durante il 2nd Social Impact Investments International Conference, presentando un SPV a capitalizzazione mista che emetta in prima istanza una 50 di miliardi di euro di social bonds con una struttura a 6 tranches ordinate dalla meno rischiosa alla più rischiosa.

### LO SCHEMA FINANZIARIO

Esempio di veicolo a capitalizzazione mista per il finanziamento di infrastrutture

SPV	SCADENZA anni	GARANZIA	BENEFICI FISCALI
<b>Super Senior</b>	0 10 20 30 40 50 5	Garanzia Paesi Membri Eurozona/ Bei/Esm	Benefici fiscali <b>Standard bond</b>
<b>Senior</b>	0 10 20 30 40 50 10		
<b>Senior-Mezzanine</b>	0 10 20 30 40 50 15		
<b>Mezzanine</b>	0 10 20 30 40 50 20		
<b>Mezzanine-Junior</b>	0 10 20 30 40 50 30	Nessuna garanzia	Roi se disponibile <b>Growth bonds</b>
<b>Junior</b>	0 10 20 30 40 50 50	Investitori Istituzionali	

Per una migliore governance del rischio, la tranche di mezzo (c.d. mezzanine) potrebbe essere supportata da garanzie regolate a prezzi di mercato rilasciate dalla Banca Europea degli Investimenti o dal Fondo

SalvaStati o dagli Stati membri singolarmente o tramite un apposito consorzio.

Come conseguenza le tranches sopra quella di mezzo (c.d. Super-senior, senior, senior-mezzanine) sarebbero rischiose - in relazione al tipo di garanzia - al più come i titoli di Stato dei vari Paesi membri o delle relative entità sovranazionali e la tranche più sicura verrebbe trattata sul mercato interbancario e in BCE come titolo privo di rischio.

I rischi sarebbero ingegnerizzati anche in relazione alla durata dell'investimento, prevedendo un aumento del numero di anni man mano che si passa dalla tranche meno rischiosa (super-senior) alla più rischiosa (junior), con quest'ultima che avrebbe durata anche superiore ai 30-40 anni.

Le redditività delle varie tranches di social bonds ovviamente sarebbero commisurate ai rischi sopportati e potrebbero essere strutturate anche attraverso dei benefici fiscali come per i Piani Individuali di Risparmio (PIR); le tranches sopra la mezzanine renderebbero de facto (in relazione al tipo di garanzia che caratterizzerà la struttura del veicolo) come i titoli emessi dai Paesi membri o dalle entità sovranazionali dell'Eurozona in quanto sarebbero una loro replica sintetica, con un possibile premio al rischio per il minore livello di liquidità e liquidabilità.

Le tranches sotto la mezzanine – che peraltro sarebbero le prime a pagare in termini di mancato rimborso del capitale nel caso in cui le progettualità non dessero i risultati sperati – avrebbero una redditività (man mano che si passa dalla mezzanine alla mezzanine-junior ed alla junior) sempre più ancorata a quella degli investimenti e ovviamente non riceverebbero alcun beneficio fiscale. L'investimento nella tranche junior alla fin fine sarebbe equivalente ad una concessione allo sfruttamento dell'infrastruttura.

Va da sé – data l'ingegnerizzazione dei rischi del SPV – che le tranches sopra la mezzanine sarebbero accessibili anche ai piccoli investitori mentre le tranches più rischiose sarebbero riservate agli investitori istituzionali magari anche con delle soglie minime di sottoscrizione. Per favorire poi la liquidità e la liquidabilità delle tranches si potrebbe strutturare l'investimento in quote come viene fatto per i fondi chiusi.

Insomma, un tentativo di fare buona ingegneria finanziaria per superare i particolarismi nazionali, limitare il rischio di spinte centrifughe da parte dei vari Stati membri e rispolverare una nuova immagine anche sociale dell'Eurozona prima che si materializzi a lungo andare quella di Dorian Gray.

\* Economista  
@MarcelloMinenna