

## INVESTIMENTI

INGEGNERIA  
FINANZIARIA  
ANTI CRISIdi **Marcello Minenna**

In un quadro internazionale teso nonostante le schiarite su Brexit e guerra commerciale Usa-Cina, la recessione in arrivo potrebbe minare la lieve ripresa degli investimenti nel settore privato che si è sperimentata dal 2015. Gli investimenti pubblici sono già ai livelli minimi da 20 anni (35 miliardi di euro) con un calo complessivo del -40%.

Il quadro è peggiore al Sud, dove il settore privato non ha sperimentato il recupero avvenuto su base nazionale. Nel settore pubblico il livello di investimenti tra il 2014-

2017 si è fermato allo 0,38% del Pil con un 20% in meno di risorse rispetto agli obiettivi concordati nell'accordo di partenariato con Bruxelles. Mobilizzare il risparmio privato per compensare la contrazione dell'intervento pubblico.

— Continua a pagina 11

## STRUMENTI PER LA CRESCITA

## UNA FINANZA MISTA PUBBLICA-PRIVATA PER GLI INVESTIMENTI

di **Marcello Minenna**

— Continua da pagina 1

**N**egli ultimi anni il sistema Italia ha mosso i passi nella giusta direzione attraverso la soluzione dei Pir (i Piani individuali di risparmio) che da gennaio 2017 hanno veicolato 18,5 miliardi verso la piccola-media impresa.

La buona notizia è che si tratta di investimenti stabili per via della necessità di detenere lo strumento per almeno un quinquennio al fine di conseguire un vantaggio fiscale; la cattiva è che la stagnazione economica e un'accresciuta avversione al rischio degli investitori ne hanno bloccato la crescita negli ultimi trimestri.

L'idea è rimettere in gioco il ruolo dello Stato come garante in sinergia con il risparmio privato. Il governo costituisce una società veicolo che emetta Abs (Asset-Backed-Securities) a controllo

pubblico ma fuori dal perimetro contabile, che abbia come obiettivo la realizzazione di investimenti infrastrutturali ad alto potenziale nelle aree depresse. Garantendo parte della raccolta, si potrebbe mobilitare qualche punto percentuale del risparmio privato.

Si tratterebbe di un progetto *market friendly* che avrebbe il vantaggio di avviare una governance mista pubblico/privato, con costruttivi meccanismi di *delegated monitoring* sugli investimenti.

In altri termini, uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) a capitalizzazione mista che emetta obbligazioni a struttura ibrida con composizione paritetica (50/50) del passivo tra risparmiatori e

investitori istituzionali. Sei tranches ordinate dalle meno rischiose (garantite dallo Stato) alle più rischiose assimilabili a *growth bonds*.

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 Salva Stati.

Come conseguenza le tranches meno rischiose sarebbero una replica sintetica dei titoli di Stato dei vari Paesi membri o relative entità sovranazionali, con un possibile premio per il minore livello di liquidità e liquidabilità.

I rischi sarebbero ingegnerizzati in relazione alla durata dell'investimento, prevedendo un aumento del numero di anni dalla tranche

meno rischiosa (super-senior) alla più rischiosa (junior, 30-40 anni). La redditività sarebbe prima a reddito fisso, con una possibile detrazione fiscale massima commisurata al prelievo fiscale relativo alla quota individuale di interessi sul debito pubblico (media nazionale di 2.900 euro annui). Poi diventerebbe progressivamente ancorata a quella degli investimenti; per via dei rimborsi progressivi gli investitori nelle tranches junior rimarrebbero a gestire l'investimento sulla lunga scadenza, con un funzionamento che andrebbe a simulare quello delle concessioni.

Naturalmente a supporto sarebbe necessaria una revisione normativa del sistema giuridico che regola gli appalti, la

costruzione di grandi infrastrutture e il contenzioso, favorendo un "leveling the playing field".

Insomma, un tentativo di fare buona ingegneria finanziaria nella prospettiva di sostenere l'economia durante la probabile recessione globale.

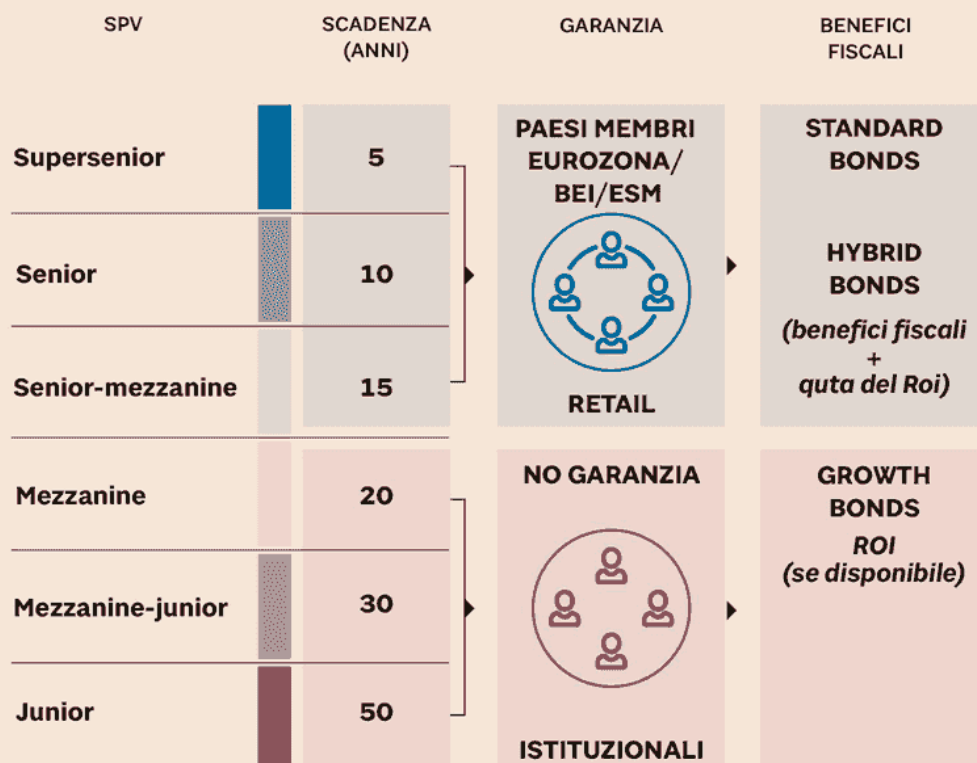
Economista

@MarcelloMinenna

L'idea è rimettere in gioco il ruolo dello Stato come garante in sinergia con il risparmio privato. Il governo costituisce una società veicolo che emetta Abs (Asset-Backed-Securities) a controllo pubblico ma fuori dal perimetro contabile

### Lo schema della società veicolo

Un fondo a capitale misto privato-pubblico per le infrastrutture



Fonte: elaborazioni dell'Autore