

21 ottobre 2019

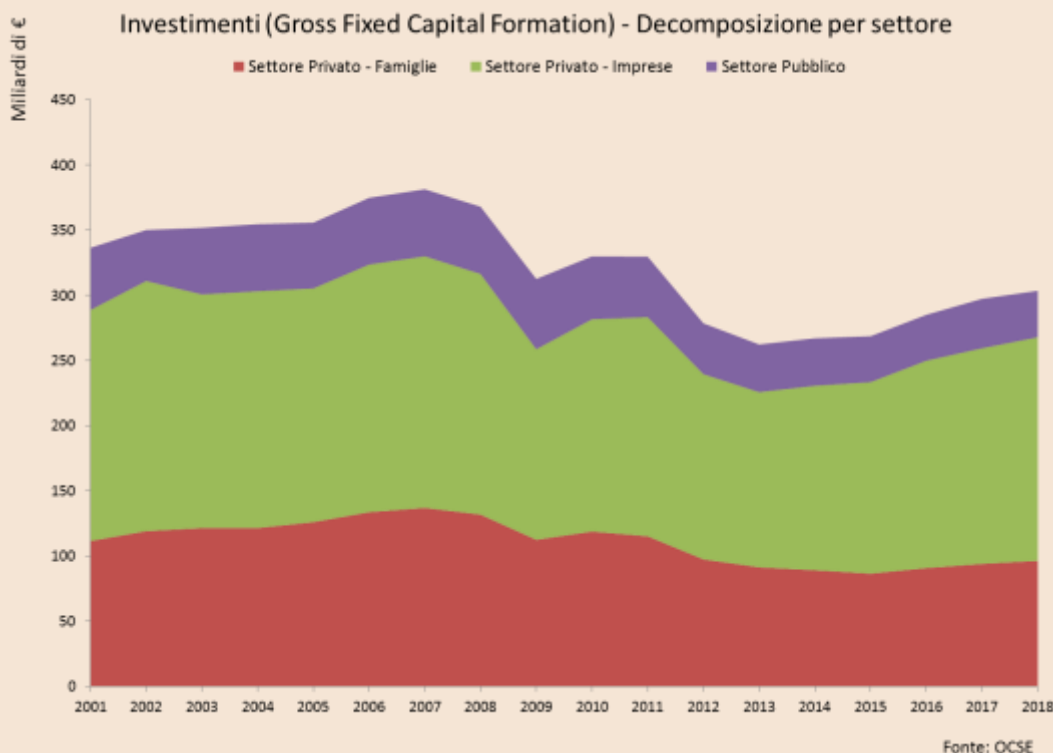
SERVIZIO | L'ANALISI

INGEGNERIA FINANZIARIA ANTI CRISI - UNA FINANZA MISTA PUBBLICA-PRIVATA PER GLI INVESTIMENTI

di Marcello Minenna

In un quadro internazionale che si mantiene molto teso nonostante le recenti schiarite su *Brexit* e guerra commerciale USA-Cina, gli investimenti in Italia rischiano di pagare il prezzo più alto. La recessione – che è oramai evidente nei dati del settore manifatturiero tedesco ed italiano – potrebbe minare la lieve ripresa degli investimenti nel settore privato che si è sperimentata dal 2015 (cfr. Figura 1). Il 2018 ha già visto invece gli investimenti pubblici annullare il piccolo miglioramento sperimentato nel 2017 e tornare ai livelli minimi degli ultimi 20 anni (35 miliardi di €) con un calo complessivo del -40% dalla grande crisi del 2009.

Figura 1



Il quadro è peggiore al Sud, dove il settore privato non ha sperimentato affatto il parziale recupero avvenuto su base nazionale ed il settore pubblico non è stato di aiuto: il livello di investimenti nel meridione 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*. Paradossalmente l'Europa ci ha bacchettato per avere speso troppo poco al Sud, quanto meno in misura tale da non rendere i fondi europei l'unica fonte di ossigeno per l'economia (si tratta del c.d. principio dell'addizionalità, che impone l'utilizzo dei fondi strutturali solo in aggiunta ad ulteriori capitali pubblici e privati): sarebbe paradossale se la violazione di questo principio dovesse provocare un taglio dei fondi strutturali.

Si è parlato molto di mobilitare il risparmio privato per compensare la contrazione dell'intervento pubblico. Il problema andrebbe inquadrato partendo da un paio di dati piuttosto chiari: se i numeri del risparmio nazionale investito in strumenti finanziari si aggira grosso modo intorno ai 4.000 miliardi, circa un quarto di esso, 1.000 miliardi rimangono nella forma di disponibilità liquide a rendimento nullo depositate nei sistemi bancario e postale, un livello indubbiamente elevato e sintomatico delle incertezze che caratterizzano la vita economico-finanziaria delle famiglie e delle imprese italiane. Il recente impatto dei tassi di interesse negativi che per la prima volta in 5 anni saranno parzialmente trasferiti ai depositanti oltre i 100.000 € potrebbe addirittura creare dei costi addizionali per i risparmiatori senza nessun beneficio chiaro per l'economia.

Peraltro l'analisi della distribuzione di questa liquidità, se rapportata all'età anagrafica, mostra un quadro sconcertante, con quasi il 40% nella fascia di popolazione over-60. Per ovvi motivi si tratta della fascia demografica meno propensa a partecipare a piani di investimento che per costruzione richiedono un orizzonte temporale di medio-lungo periodo.

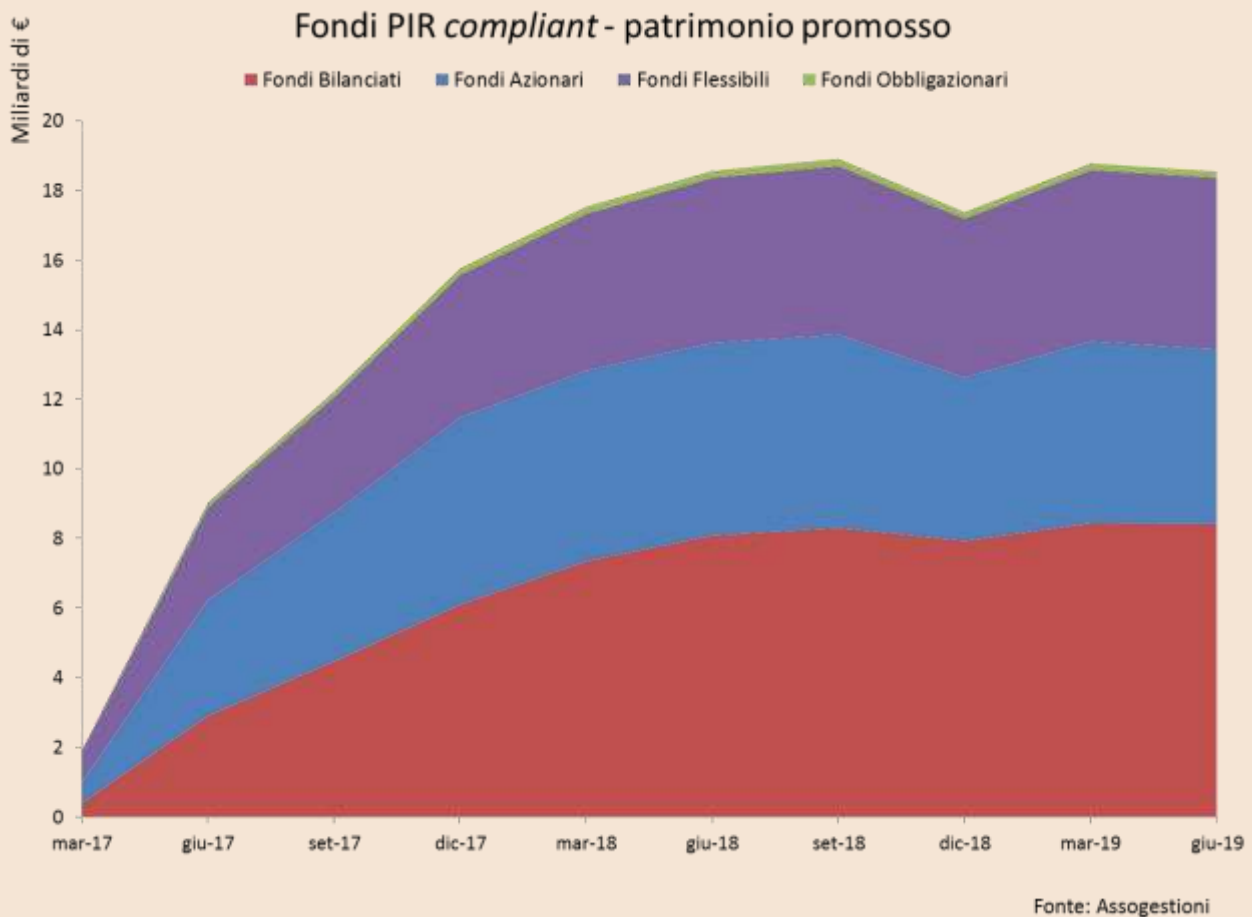
Queste sono le condizioni al contorno; cosa si è fatto fino ad ora per sviluppare una soluzione *ad hoc* in grado di incanalare verso investimenti di ampio respiro nell'economia reale questa liquidità? Il "parcheggio" a vista nel sistema finanziario – gioco forza – limita inoltre per ragioni di *duration mismatch* il ventaglio di impieghi di lungo termine che il sistema bancario può sostenere.

Negli ultimi anni il sistema-Italia ha mosso i passi nella giusta direzione di re-indirizzare parte del risparmio nazionale verso le piccole-medie imprese italiane attraverso la soluzione dei PIR (i Piani Individuali di Risparmio). Si tratta di un'architettura finanziaria che da gennaio 2017 a fine giugno 2019 ha consentito di raccogliere 18,5 miliardi. Il varo

dei PIR può essere ritenuto forse il primo intervento in Italia dall'inizio della crisi che tiene in considerazione il principio del moltiplicatore degli investimenti.

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 il vantaggio fiscale previsto; la cattiva è che la stagnazione economica e un'accresciuta avversione al rischio degli investitori hanno bloccato la crescita negli ultimi trimestri (cfr. Figura 2).

Figura 2



I numeri vanno comunque letti alla luce del fatto che dall'inizio della crisi ad oggi i finanziamenti alle imprese sono scesi del 20%, con evidenti danni al tessuto produttivo del Paese.

Ci sono ovviamente ulteriori *caveat*. Se si considera il tetto massimo di investimento fissato a 30.000 € pro-capite, i dati mostrano come una piccola quota dei fondi è stata investita in imprese di piccole dimensioni quotate sui mercati FTSE Italia Small Cap and FTSE AIM Italia o su emittenti non FTSE, mentre la quota maggiore è stata catturata

dalle imprese a media capitalizzazione del segmento FTSE Mid Cap che hanno beneficiato anche di un relativo aumento del valore dei corsi azionari per via degli investimenti sulle loro azioni circolanti sul mercato secondario. Insufficienti risorse sono state indirizzate ad emittenti non FTSE attraverso l'acquisto di emissioni obbligazionarie mirate.

Peraltro con i Pir rimane scoperta la galassia delle società non quotate, soprattutto quelle con un fatturato annuo intermedio tra 50 e 200 milioni, che hanno una dimensionalità troppo elevata per il segmento Aim di Borsa italiana ma che non fanno parte del segmento superiore Star.

Gran parte di queste distorsioni dipende dalle limitazioni intrinseche dello strumento. Il punto-chiave qui è rimettere in gioco il ruolo dello Stato come garante in sinergia con il risparmio privato; questo restituirebbe attrattività ad investimenti anche per investitori istituzionali tradizionalmente molto prudenti, come i fondi-pensione o le imprese di assicurazione.

Non c'è una ricetta predeterminata, ma alcune soluzioni mirate di ingegneria finanziaria potrebbero aiutare.

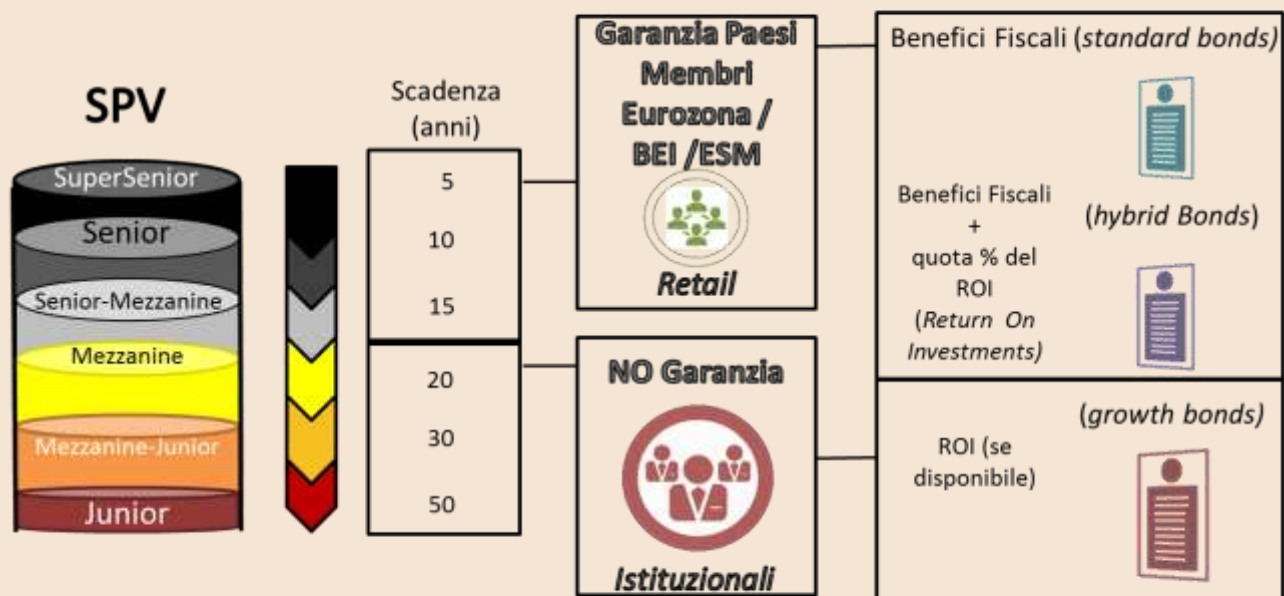
A titolo del tutto esemplificativo se il governo si impegnasse nella costituzione di una società veicolo che emetta ABS (*Asset-Backed-Securities*) a controllo pubblico ma fuori dal perimetro contabile, che abbia come obiettivo la realizzazione di investimenti infrastrutturali ad alto potenziale nelle aree depresse del territorio, garantendo parte della raccolta si potrebbe arrivare a mobilitare qualche punto percentuale del risparmio privato (tra cui quello istituzionale).

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

In altri termini, uno *Special Purpose Vehicle* (SPV) a capitalizzazione mista che emetta in prima istanza una 50 di miliardi di obbligazioni a struttura ibrida, con 6 *tranches* ordinate dalle meno rischiose (garantite dallo Stato) alle più rischiose assimilabili a veri e propri *growth bond* (cfr. Figura 3). Il limite di raccolta del veicolo si fermerebbe a 100 miliardi, con composizione paritetica (50/50) del passivo tra risparmiatori ed investitori istituzionali.

Figura 3

Un fondo a capitale misto privato-pubblico per le infrastrutture



Fonte: Elaborazioni dell'Autore

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 potrebbe essere trattata sul mercato interbancario e magari in BCE come titolo privo di rischio. Una replica sintetica di questi titoli insomma, con un possibile premio al rischio per il minore livello di liquidità e liquidabilità.

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 potrebbe avere durata anche superiore ai 30-40 anni.

Le redditività delle varie *tranches* di bonds ibridi ovviamente sarebbero commisurate ai rischi sopportati e potrebbero essere strutturate anche attraverso dei benefici fiscali, come per i PIR.

Sul tema, l'investimento di una famiglia nel veicolo potrebbe rappresentare un'opportunità, oltre che per realizzare infrastrutture nel breve-medio periodo, anche per rilanciare la crescita ed abbattere il debito pubblico nel lungo periodo.

Proprio la soglia di 100.000 € potrebbe essere utilizzata come il limite massimo di investimento a cui il sottoscrittore avrebbe diritto ad una detrazione fiscale massima commisurata al prelievo fiscale relativo alla quota di interessi sul debito pubblico (vicina alla media nazionale di 2.900 € annui). L'estinzione "virtuale" della propria quota familiare di debito pubblico, che l'investimento nel veicolo garantisce, comporterebbe infatti l'assenza di interessi da pagare su tale quota e quindi il venir meno del connesso prelievo fiscale.

Per tutte le tre *tranches* condizione necessaria per usufruire del beneficio fiscale sarebbe il mantenimento dell'investimento per un periodo minimo di 5 anni. La durata del beneficio fiscale, trasmissibile agli eredi, potrebbe essere posta pari al doppio del numero di anni per cui si è mantenuto l'investimento. Per le *tranches senior* e *senior-mezzanine* potrebbe essere prevista una redditività aggiuntiva connessa ai risultati finanziari conseguiti dal veicolo, con dei tetti massimi, ad esempio dell'1% e del 2%.

Il rimborso del capitale a scadenza sarebbe *de facto* garantito dallo Stato per via della garanzia sulla tranche senior-mezzanine.

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. Per via dei rimborsi progressivi gli investitori nelle *tranche junior* rimarrebbero a gestire in esclusiva l'investimento sulla lunga scadenza, con un funzionamento che andrebbe a simulare quello delle concessioni.

Per favorire poi la liquidità e la liquidabilità delle *tranches* si potrebbe strutturare l'investimento in quote come viene fatto per i fondi chiusi.

Naturalmente a supporto del piano sarebbe necessaria una profonda revisione normativa del sistema giuridico che regola gli appalti, la costruzione di grandi infrastrutture e il contenzioso, favorendo un "*leveling the playing field*" a livello europeo, nella prospettiva di velocizzare quanto più possibile gli iter burocratici che attualmente rallentano il processo di investimento in maniera eccessiva. Peraltro il Fondo potrebbe operare in maniera continuativa, consentendo l'ingresso *rolling* di nuovi investitori *retail* nel momento in cui i precedenti fossero rimborsati e procedere in maniera parallela all'esecuzione di più progetti contemporaneamente.

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

Marcello Minenna, Economista

@MarcelloMinenna