

IL RUOLO DEGLI INVESTIMENTI INFRASTRUTTURALI STRUMENTI ED ESPERIENZE COMPARATE

Atti del Convegno promosso dal Centro di ricerca sulle amministrazioni
pubbliche "Vittorio Bachelet"*

Coordinamento dell'iniziativa e degli atti Pietro Infante

* Sala delle Colonne - Luiss Guido Carli, 5 dicembre 2019.

Proposte di ingegneria finanziaria per la rivalutazione del patrimonio immobiliare dello Stato ed il rilancio delle infrastrutture

Marcello Minenna*

Abstract – In questo lavoro si propone una soluzione di ingegneria finanziaria a capitale misto pubblico/privato rimodulabile in forme differenti per raggiungere specifici obiettivi di politica economica. In particolare, si prevede la costituzione di una società veicolo stile ABS (*Asset-Backed-Securities*) di proprietà pubblica ma fuori dal perimetro contabile del settore pubblico che abbia come obiettivi la realizzazione di investimenti infrastrutturali ad alto potenziale nelle aree depresse del territorio nazionale e la rivitalizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare del Paese. Nello schema di cartolarizzazione si effettua un *mixing* di strumenti più elementari, rappresentati dalle garanzie governative e dalle concessioni d'uso e sfruttamento commerciale, in una forma più evoluta e sicura che permette il coinvolgimento di un capitale misto pubblico/privato in proporzioni molto più ampie che in passato. Lo scopo è avviare un progetto di rinnovamento infrastrutturale che sia *market-friendly* e costruito sul presupposto di avviare una *governance* mista pubblico/privato, con lo sviluppo costruttivi meccanismi di *delegated monitoring* sugli investimenti.

Sommario: 1. Premessa. – 2. un grande progetto di rivitalizzazione infrastrutturale al Sud-Italia. – 3. un riordino strutturale del patrimonio immobiliare italiano. – 4. gli strumenti di ingegneria finanziaria necessari: lo special purpose vehicle (spv). – 5. la strutturazione del beneficio fiscale. – 6. l'ingegneria finanziaria al servizio del patrimonio immobiliare del Paese.

1. Premessa

In questa ricerca vengono presentate delle ipotesi di lavoro per rilanciare un processo di modernizzazione del Paese.

È noto in letteratura che le criticità che l'Italia incontra relativamente al rispetto dei parametri fiscali europei ed in particolare della soglia Debito/PIL al 60% non derivino solo dal livello elevato del debito ma anche dal crollo del PIL; ed in particolare, la determinante di questo crollo va cercata negli investimenti¹⁴.

I numeri sono di per sé evidenti. Ad esempio, con riferimento alla industria delle costruzioni, abbiamo perso 3,5 milioni di posti di lavoro a livello europeo, di cui 600.000 solo in Italia. Nello stesso periodo 120.000 aziende hanno chiuso. Per quanto

* Le opinioni sono strettamente personali e non coinvolgono le istituzioni di appartenenza.

¹⁴ IMF (2017) – vedi referenze.

riguarda il reddito, nell'edilizia è passato dall'11,5% del PIL nazionale all'8%. Il valore delle costruzioni è crollato dal 29% al 17%, mentre le opere bloccate rappresentano 36 miliardi di €, senza calcolare un indotto di 350.000 posti di lavoro. Il rapporto con le banche che è fondamentale per la tenuta del nostro sistema produttivo-industriale, è andato obiettivamente in crisi ed ha prodotto, solo in relazione al settore delle costruzioni, 160 miliardi di € di indebitamento lordo, di cui il 35% sono crediti deteriorati.

Un altro indicatore può aiutare ad inquadrare la gravità della situazione: la perdita di gettito per lo Stato in questi anni di crisi, derivante dalle imprese che sono andate in difficoltà e dal sistema bancario sovraccarico di crediti deteriorati. Parliamo di 100 miliardi di €. Qualsiasi Governo *pro tempore* troverebbe difficile gestire una simile onda d'urto. Equivarrebbe a tenere su strada una macchina con uno o due pneumatici senza pressione adeguata e con asfalto bagnato.

In questo contesto difficile vanno cercate di trovare delle soluzioni che facciano leva su quelle che sono le virtù e le capacità dell'economia italiana. Abbiamo circa 4.000 miliardi di € di risparmio investito in attività finanziarie; più 1.300 miliardi circa sostanzialmente liquidi¹⁵. Ora, non è auspicabile che la soluzione cercata sia una tassazione di questo risparmio per abbattere il debito pubblico, con buona pace di chi sia convinto che questa possa essere la strada maestra per rimettere in pista il Paese. Il risparmio andrebbe invece riconnesso ad un obiettivo di modernizzazione del Paese attraverso meccanismi di mercato; ingegneria finanziaria ben strutturata - cioè non quella dei *subprime* o che ha finanziato la bolla dello *shale oil* negli Stati Uniti d'America con risultati che prima o poi si vedranno.

L'aspetto interessante di un Paese come l'Italia è che si è creata una tale penuria di infrastrutture che anche laddove si vada a costruire una cattedrale nel deserto, a condizione di terminarla (altro annoso tema), paradossalmente si creano le condizioni affinché venga utilizzata¹⁶.

Ci sono fondamentalmente tre ambiti in cui si dovrebbe operare in Italia senza ricorrere a nuovo debito pubblico e senza imporre tassazione sul risparmio.

2. Un grande progetto di rivitalizzazione infrastrutturale al Sud-Italia

Innanzitutto, si deve prendere atto che esiste una grande opportunità: con la scoperta delle Americhe, l'Oceano Atlantico è diventato centrale ed il Mediterraneo ha perso il suo ruolo. Ora sta succedendo l'opposto, con quello che accade in Cina, Medio Oriente, India, insomma in quella parte del Pianeta conosciuta come *Far East*, il Mediterraneo sta diventando, nuovamente, centrale. Le stime sono varie: si parla di 300, 400 miliardi di dollari di logistica che passano attraverso il Mediterraneo. Se

¹⁵ Banca'Italia (2018) – vedi referenze.

¹⁶ Capolupo (2018), Piacentini P., Prezioso S., Testa (2016) – vedi referenze.

magari quindici anni fa parlare di una modernizzazione importante delle infrastrutture portuali, aeroportuali, porti, autostrade ecc., nel Sud dell'Italia poteva sembrare anacronistico, inutile (il riferimento è specifico, anche al Ponte sullo Stretto) forse oggi parlare con più fiducia di una modernizzazione del Sud Italia. In questa prospettiva, si porrebbe la realizzazione della più grande rivoluzione infrastrutturale d'Europa. Oggi gran parte del traffico merci verso l'Europa fa infatti un giro veramente *sui generis*, percorre il Mediterraneo, evita l'Italia, supera lo stretto di Gibilterra, arriva nel Nord Europa e poi da lì beni e servizi vengono irraggiati verso il resto d'Europa, Italia compresa, fino ad arrivare in Sicilia. Io credo che si potrebbe procedere diversamente: intercettare questa catena del valore nel Sud dell'Italia e da lì portarla verso il Nord. Si è peraltro in presenza di un tale eccesso di domanda che nulla si toglierebbe agli *hub* logistici del Nord Europa.

Un processo produttivo di creazione del valore in grado di capovolgere l'Europa, da Nord verso il Sud, in maniera tale da "prendere a cuore" il Mediterraneo e usarlo come punto per irraggiare la rivoluzione della logistica di merci, servizi, energia, verso il Centro e verso il Nord dell'Europa.

3. Un riordino strutturale del patrimonio immobiliare italiano

Il Secondo tema è evidente nel settore dell'edilizia. In città come Roma buona parte degli stabili non sono occupati, magari neanche affittati, ma sono in disuso e malridotti per motivi variegati. Invece di continuare a cementificare il Paese sarebbe oltremodo necessario un intervento importante su questo patrimonio immobiliare che in buona parte è anche pubblico, per valorizzarlo e cercare di ripopolare i centri delle città e in modo tale rivitalizzare in maniera intelligente il Paese anche grazie all'indotto. Nella mia esperienza semestrale nella Segreteria Tecnica del Commissario Tronca a Roma e poi anche come Assessore al Bilancio del Comune. Ho memoria di una quantità enorme di immobili che si trovano in queste condizioni; questo progetto dovrebbe essere affiancato da un ripristino delle infrastrutture sociali delle città insieme alla dei problemi di messa in sicurezza del nostro Paese relativamente ai problemi dei rischi geologici ed idrografici.

4. Gli strumenti di ingegneria finanziaria necessari: lo *Special Purpose Vehicle* (SPV)

Dove trovare le risorse finanziarie? Nella riconnessione finanziaria tra settore pubblico e privato. In questa prospettiva andrebbe creato innanzitutto il soggetto giuridico, una società veicolo (SPV – *Special Purpose Vehicle*) che dovrebbe vedere una compartecipazione gestionale pubblico/privato. Lo SPV dovrebbe interagire col sistema bancario e con il governo secondo diverse modalità, e in particolare il sistema

bancario dovrebbe conferire soprattutto crediti, fundamentalmente anche crediti deteriorati; il governo e dovrebbe fornire invece uno strumento di garanzia, cioè un obbligo di intervento solo eventuale e non immediato.

Figura 1

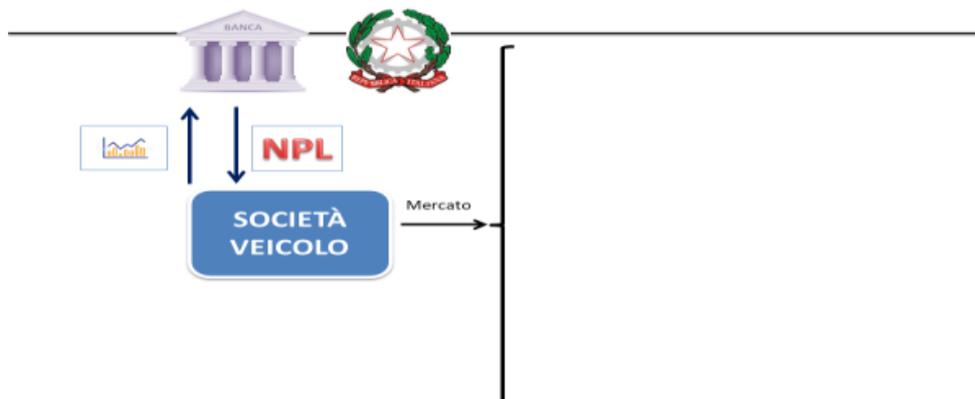


Il portafoglio di attivi conferiti nel veicolo diventerebbe parte del capitale dello SPV che si rivolgerà al mercato in cerca di risorse finanziarie liquide.

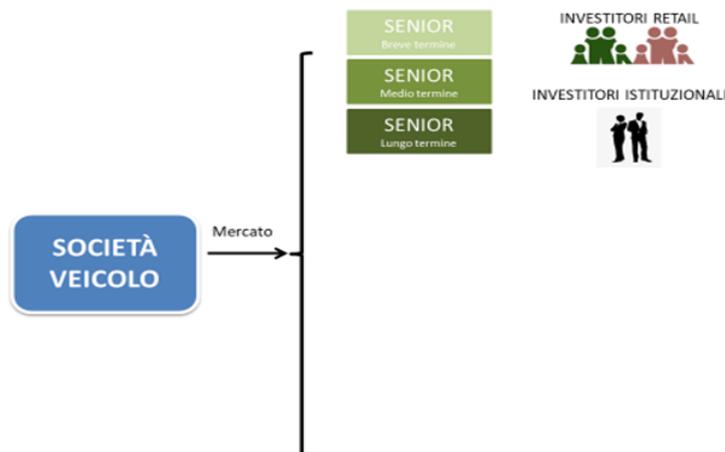
Portafoglio attivi conferiti al veicolo:

- **Crediti vs imprese edili**
- **Concessioni utilizzo infrastruttura**

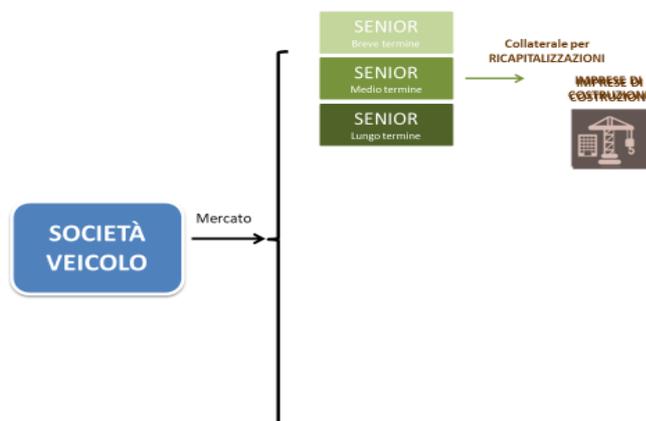
Il conferimento di liquidità avviene attraverso l'emissione di più serie di titoli che ordinati secondo una *waterfall* che tenga conto di differenti scadenze e rischiosità. I titoli meno rischiosi saranno tali perché garantiti dalla presenza di titoli più esposti all'evento di non ricevere indietro il capitale investito. In altri termini, per poter aggredire il rimborso del capitale dei titoli c.d. *senior*, il veicolo non dovrebbe essere in grado di ripagare per intero i titoli *junior*, gerarchicamente in fondo alla *waterfall*; un'indicazione di un risultato economico dell'investimento particolarmente sfavorevole.



I titoli *senior* verrebbero per costruzione a configurarsi come molto sicuri, anche più sicuri dei Titoli di Stato italiani. In questa prospettiva potrebbero essere impiegati come surrogati dei “*safe assets*” nel mercato degli investitori istituzionali e, in alcuni casi, nei settori *retail*.

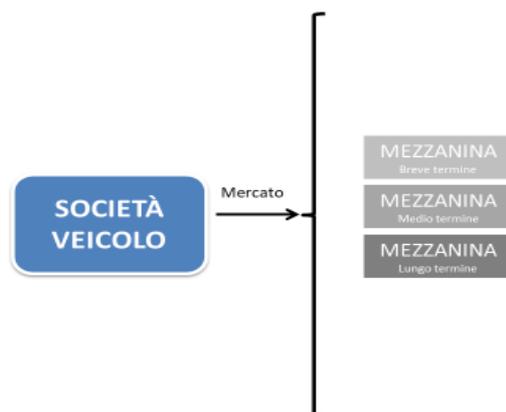


Insomma, lo SPV potrebbe fungere da “polmone finanziario” per quella parte del sistema economico che oggi è a corto di risorse per finanziare investimenti fondamentali. Un'altra funzione per i titoli *senior* emessi dallo SPV potrebbe essere quella di collaterale per ricapitalizzare le imprese di costruzioni in difficoltà.



In Italia ci sono imprese che hanno un portafoglio di appalti da poter avviare particolarmente cospicuo, che però risultano immobilizzate in varie tipologie di procedure concorsuali/burocratiche. In questo caso un contributo dello SPV, in forma di ricapitalizzazione consentirebbe un vero sblocca-appalti di opere già in fase avanzata di progettazione. La logica dell'intervento è simile a quella sottesa al noto "Progetto Italia".

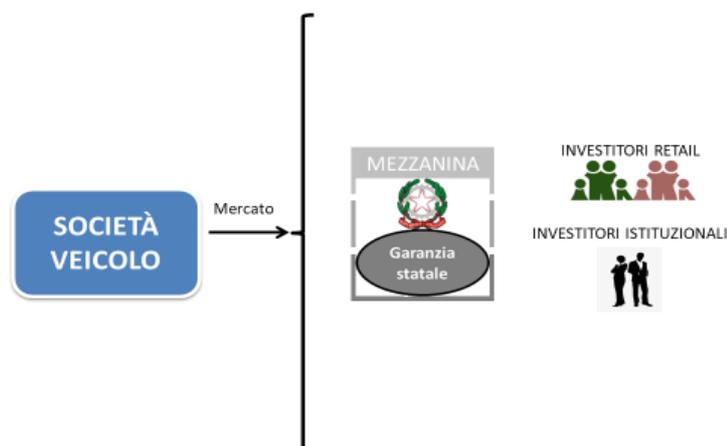
Al di sotto dei titoli *senior* si annovera una classe più rischiosa, i c.d. titoli "mezzanini".



Su questi titoli sarebbe auspicabile una garanzia statale (diapositiva 9) o magari anche un supporto sovranazionale; in Europa questo ruolo è svolto dalla Banca Europea degli Investimenti (BEI). Questa garanzia tramuterebbe i titoli in una sorta di "super BTP" sintetico, che potrebbe essere sottoscritta in sicurezza anche da famiglie e da investitori più tradizionali.

5. La strutturazione del beneficio fiscale

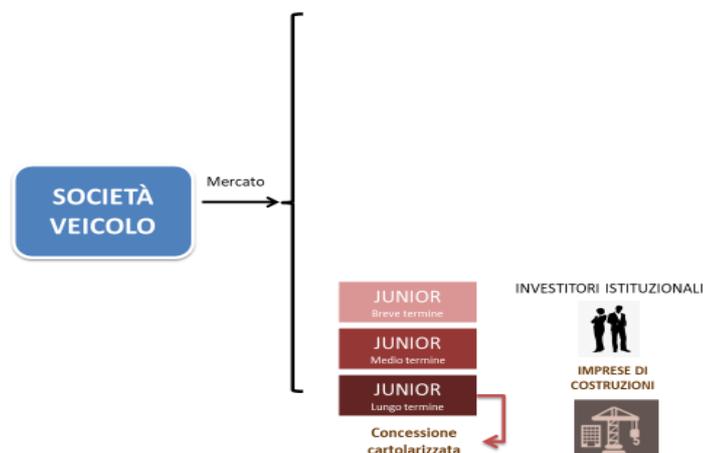
In combinazione potrebbe essere prevista qualche forma di sgravio fiscale che possa essere trasmissibile agli eredi in caso di premorienza degli investitori.



Questa caratteristica trova un razionale nella struttura demografica della popolazione italiane e negli indici di concentrazione della ricchezza finanziaria. In sostanza, se lo SPV avrebbe necessità di emettere un titolo *mezzanine* a 30 anni, questo rischierebbe di non trovare mercato tra i detentori di risparmio molto catalizzati su individui over 65; la possibilità di rendere ereditabile il beneficio fiscale connesso con l'acquisto del titolo permetterebbe di recuperare appetibilità nella categoria di investitori più finanziariamente dotata.

Infine, c'è la *tranche* di titoli più rischiosa, la c.d. *junior* che prevedrebbe una redditività nominale crescente commisurata a quella delle infrastrutture realizzate, costituendo *de facto* il rilascio di una concessione a favore dell'investitore. In sostanza il possesso di queste *tranches* si connette con l'interesse alla costruzione ed alla gestione dell'infrastruttura.

Lo SPV peraltro 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, al fine di evidenziare i meccanismi di funzionamento strutturale del modello, nel prosieguo si considerano esempi in cui il Fondo da esecuzione soltanto ad un singolo progetto per volta senza la possibilità di subentro *rolling* di nuovi investitori.

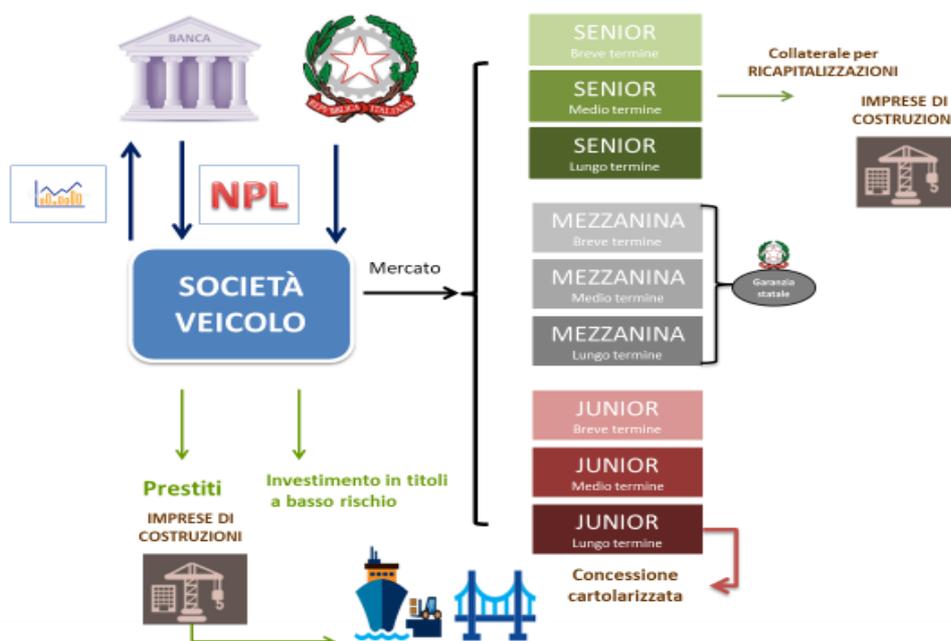


6. L'ingegneria finanziaria al servizio del patrimonio immobiliare del Paese

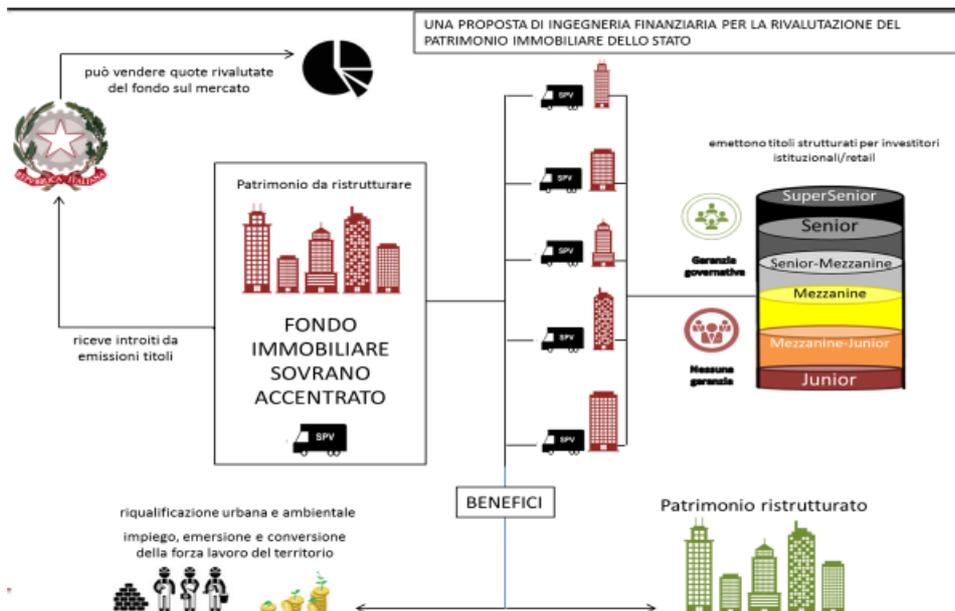
La stessa idea potrebbe essere alla base di uno SPV specifico per il settore immobiliare: una sorta di fondo sovrano diviso in comparti, uno per ogni raggruppamento di immobili di una certa tipologia, con la funzione di offrire dei *services* innovativi. Per esempio, sarebbe auspicabile predisporre immobili del genere “*all inclusive*”, in cui il soggetto erogante fornisce all'utente tutti i servizi¹⁷: dalla pulizia, al trasporto scolastico, alla gestione e manutenzione dello stabile. In maniera complementare si potrebbe prevedere un servizio di *housing* più semplice, come il

¹⁷ Ipotesi presentata nella puntata di “Report”, curata da Michele Buono, intitolata “Città intelligenti”, andata in onda su Rai 3 il 23 dicembre 2019.

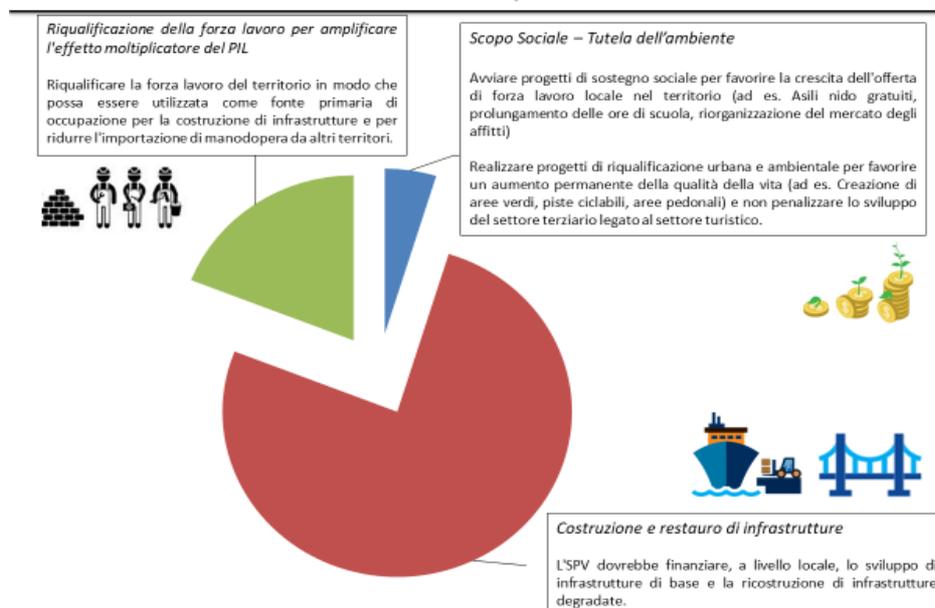
settore privato sta già realizzando attraverso le forme di utilizzo atipico degli appartamenti in concorrenza con i sistemi classici di ricezione alberghiera nel nostro territorio. Queste soluzioni stanno mostrando nei fatti delle redditività assolutamente elevate, mentre oggi del patrimonio italiano definisce la “groviera” delle nostre città.



Rivalutazione de patrimonio immobiliare dello Stato



Investimenti a impatto sociale



L'uso dell'immobile definito dallo SPV potrebbe anche prevedere l'innesto – con il supporto di agevolazioni fiscali ad hoc – degli elementi social come ad esempio progetti di riqualificazione urbana e ambientale e di impiego, emersione e conversione della forza lavoro del territorio.

Questa innovativa gestione del patrimonio immobiliare potrebbe determinare effetti moltiplicativi sull'indotto con ricadute positive anche per i conti pubblici.

Le casse dello Stato ricevrebbero un immediato supporto finanziario in quanto le entrate del veicolo derivanti dall'emissione degli strumenti finanziari atipici potrebbero essere investite in titoli di Stato ovvero direttamente distribuite al Tesoro o all'ente pubblico.

I veicoli a loro volta potrebbero essere conferiti in uno o più fondi immobiliari le cui quote di investimento coinciderebbero con specifici comparti cui afferiscono specifici immobili. Lo Stato/ente pubblico otterrebbe così da un lato una gestione accentrata e più efficiente delle partecipazioni detenute nei vari veicoli e dall'altro l'eventuale incasso anticipato - grazie alla vendita sul mercato dei capitali delle suddette quote del fondo - del valore dell'immobile alla scadenza del titolo.

Certo qualche aggiornamento normativo sarebbe necessario quale contraltare di una maggiore efficienza amministrativa, gestionale e finanziaria del patrimonio immobiliare pubblico. Uno tra i tanti passi che si potrebbero fare per modernizzare il Paese.