

## Un piano europeo per gli investimenti nelle infrastrutture sociali

**Edoardo Reviglio**

*L'articolo si focalizza sugli strumenti di finanziamento a lungo termine per le infrastrutture sociali.*

*Nel quadro di una riorganizzazione generale delle leve di finanza pubblica per le infrastrutture e in ragione del rilancio degli investimenti per la crescita vengono passate in rassegna alcune tra le principali alternative di finanziamento non pubblico per il welfare, con una particolare*

*attenzione alla finanza di progetto (Ppp). Nella seconda parte l'articolo concentra la sua attenzione sul ruolo degli investitori istituzionali e dello Stato all'interno di piani di investimento a lungo termine per le infrastrutture sociali. Alla luce dell'analisi svolta, nella parte finale vengono avanzate proposte di rilancio degli investimenti, pubblici e privati, a sostegno dell'Agenda sociale europea.*

RPS

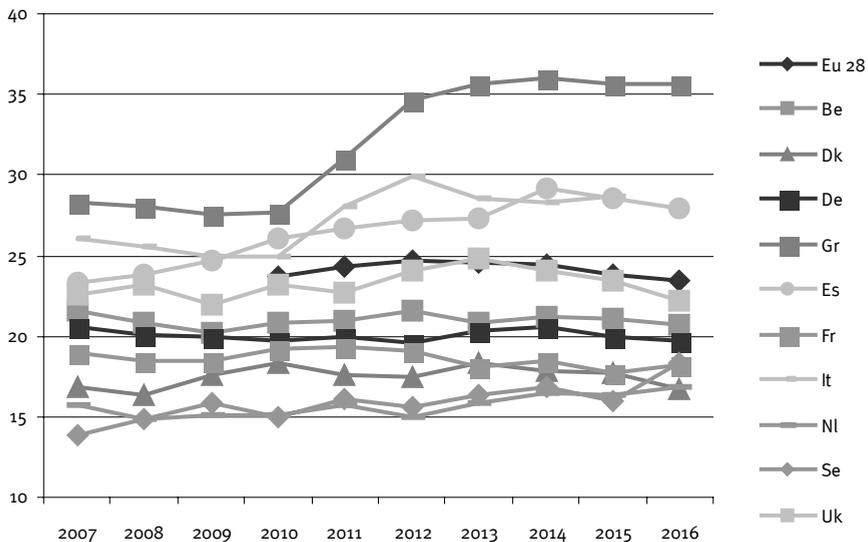
### *1. Il rilancio del modello sociale europeo tra crisi e crescita dei nuovi bisogni sociali*

A quasi un decennio dalla Grande Crisi il tessuto sociale dell'Europa è ancora sofferente. Secondo i dati dell'Eurostat più di 117 milioni di persone sono a rischio povertà in Europa, pari al 23,4% della popolazione totale (figura 1). La disoccupazione, pari all'8,6% nel 2016, è ancora lontana dall'essere riassorbita ai livelli pre-crisi. In alcuni paesi, soprattutto quelli più colpiti dalla crisi e dalle misure di contenimento fiscale, il mercato del lavoro continua a soffrire di un forte deterioramento, con punte particolarmente gravi tra i giovani. In Italia la disoccupazione giovanile (sotto i 25 anni) è al 37,8%, a fronte di una media Ue a 28 del 18,7%.

Il processo di convergenza economico e sociale sta producendo forti disallineamenti tra paesi cosiddetti «virtuosi» e paesi che hanno difficoltà a espandere la spesa sociale, soprattutto verso le nuove aree di bisogno. Sebbene la spesa per lo Stato sociale sia rimasta più o meno ai livelli pre-crisi, essa tuttavia non riesce oggi a soddisfare la crescente domanda sociale, dati gli impatti della crisi sul mercato del lavoro e le richieste di servizi legate alle trasformazioni demografiche, in costante crescita. Le prospettive demografiche per i prossimi decenni pongono sfide difficili per la sostenibilità dei bilanci pubblici. L'invecchiamento

della popolazione avrà effetti pesanti soprattutto sul costo della sanità e dei sistemi pensionistici. L'Europa ha già oggi uno dei rapporti più bassi al mondo tra popolazione lavorativa e pensionati, pari a 4:1. In media, gli Stati membri spendono più dell'11% del Pil in pensioni, il 7% in sanità e quasi il 5% in istruzione. L'evoluzione della demografia e la sostenibilità dei sistemi dello Stato sociale hanno una forte correlazione. Nel 2060 il 28,4% dei cittadini europei avrà più di 65 anni (nel 2013 erano il 18,4%), mentre solo il 56,6% della popolazione sarà nel circuito del lavoro in età compresa tra i 15 e i 64 anni. Di conseguenza il rapporto tra popolazione attiva e pensionati potrebbe salire a 2:1 (*ivi*).

Figura 1 - Il rischio povertà in Europa, val. %, Anni 2007-2016



Fonte: Eurostat.

Politiche per l'immigrazione e incentivi alle nascite dovrebbero diventare parte integrante della nuova cornice sociale ed economica europea. Tuttavia ostacoli culturali e politici, esasperati dall'affermarsi di movimenti politici populistici, rendono difficile contrastare la crisi demografica con un incremento dei flussi migratori da altri continenti. Ma se la demografia europea non viene «rinverdita», il rischio di un declino progressivo della crescita e della competitività europea sarà

inarrestabile. La velocità dei tempi della globalizzazione impone di agire in modo deciso e rapido. Un'altra questione cruciale per il futuro della società europea riguarda i sistemi di istruzione, a tutti i livelli. Cambiamenti rilevanti nei modelli educativi sono richiesti dalle sfide della globalizzazione e dei cambiamenti tecnologici. Nuovi modelli educativi richiederanno nuove infrastrutture (sia negli edifici che nei sistemi di connessione, quindi sia materiali che immateriali). Abbiamo bisogno di raggiungere in tempi rapidi la piena copertura del fabbisogno prescolare (asili nido e scuole materne) in tutta Europa. Questo è un fattore decisivo non solo per la formazione e la socializzazione dei giovani, ma anche per l'occupazione femminile.

Le riforme dei sistemi di protezione sociale europei, in particolare sanità, cura degli anziani e dei minori, istruzione e infrastrutture sociali, dovrebbero diventare i pilastri sociali per affrontare le grandi trasformazioni che attendono il futuro dell'Unione europea. La crescita dei debiti pubblici richiede la ricerca di soluzioni nuove, che – senza indebolire lo Stato sociale – non mettano a repentaglio la sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche e quindi delle generazioni future. Una missione impossibile? No, ma certo una missione difficile, che richiede innovazione e interventi tempestivi per evitare che populisti e euroscettici prendano il sopravvento.

Sul fronte delle infrastrutture economiche (trasporti, energia e telecomunicazioni) molti progetti possono essere finanziati ricorrendo al finanziamento non bancario privato. Il contributo pubblico può essere «modesto», e quindi pesare poco sulle finanze pubbliche. Per le infrastrutture sociali e ambientali, invece, vi è una maggiore necessità di contributi pubblici diretti, nazionali o europei. Per finanziare le infrastrutture sociali, a costi sopportabili per i contribuenti, occorre sviluppare nuovi modelli finanziari con la partecipazione del risparmio istituzionale di lungo periodo e del risparmio diffuso. Asili nido, scuole e università innovative e interconnesse, telemedicina, assistenza agli anziani, edilizia sociale, ambiente, bonifiche del territorio sono la base della coesione sociale dell'Unione. Vanno trovate formule finanziarie innovative in grado di assicurare una sostenibilità della spesa pubblica e un allargamento dello spettro delle fonti di finanziamento, senza cedere a logiche estrattive o di pura finanziarizzazione. Rilanciare e riformare l'Europa sociale può e deve diventare un grande investimento, per la coesione sociale e per la crescita stessa, dato il contributo che il welfare e gli investimenti sulle infrastrutture sociali possono dare alla creazione di nuova occupazione (la cosiddetta *white eco-*

RPS

Eduardo Reviglio

nomy)), all'innovazione e alle nuove tecnologie. Nel Libro Bianco del presidente della Commissione europea (2017), tra i cinque principali obiettivi per il suo futuro, l'Europa sociale viene messa al primo posto. È cruciale che non si tratti solo di parole, ma che questo obiettivo si traduca rapidamente in azioni concrete ed efficaci per lo sviluppo del modello sociale europeo.

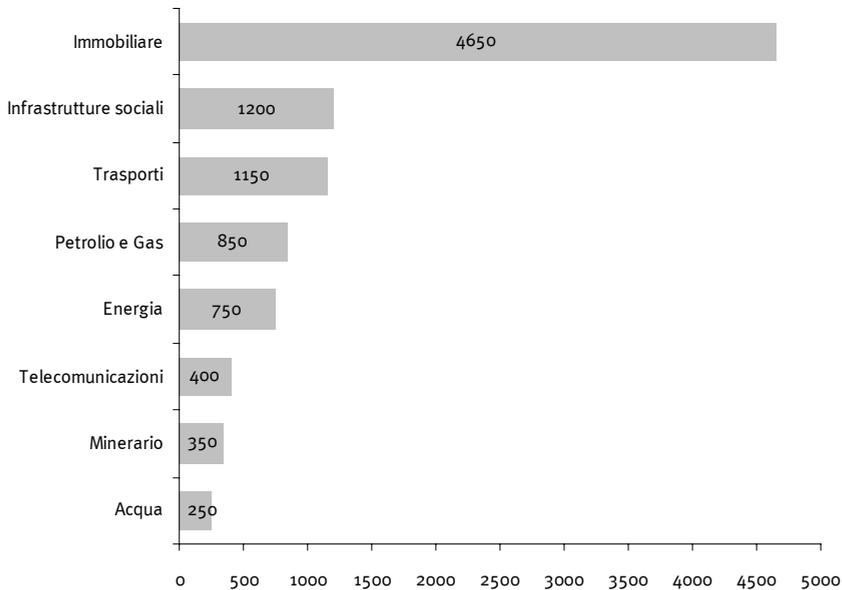
## 2. *L'investimento strutturale dell'Unione europea nelle infrastrutture sociali*

Sebbene le infrastrutture sociali abbiano un ruolo crescente nella società, sorprendentemente c'è una mancanza di dati su questo mercato. Inoltre la ricerca accademica su questo argomento è ancora agli esordi (Inderst, 2015, 2017). La struttura della raccolta dati e la ricerca, infatti, si sono concentrate principalmente sulle infrastrutture economiche (trasporti, energia e telecomunicazioni). Che cosa conosciamo circa la dimensione del mercato delle infrastrutture sociali a livello globale ed europeo? Sappiamo che riguarda una parte non indifferente del mercato infrastrutturale globale. McKinsey stima che il mercato delle infrastrutture sociali ammonta a circa 1.200 miliardi di dollari all'anno (McKinsey, 2016), pari al 50% del mercato infrastrutturale globale (escludendo i beni immobili, vedi figura 1). Secondo un'altra ricerca (PwC, 2015), il 15% della spesa infrastrutturale globale è nel settore della salute e dell'istruzione, cioè circa 600 miliardi di dollari. La quota dei finanziamenti dedicati alle infrastrutture sociali è di circa il 27% in Europa e del 23% negli Stati Uniti, mentre è intorno al 10% nei paesi emergenti (Inderst, 2015; PwC, 2015). In linea generale questo significa che il mercato europeo degli investimenti nelle infrastrutture sociali (sanità e scuola soprattutto) ammonta a circa 160 milioni dollari.

La *High Level Task Force* sul finanziamento delle infrastrutture sociali ha recentemente stimato che la spesa in infrastrutture sociali (istruzione, sanità ed edilizia sociale) è pari a circa 200 miliardi all'anno. Secondo la Tf la domanda aggiuntiva (i cosiddetti «needs») si aggira intorno ai 100-150 miliardi di euro. Si stima quindi che il gap al 2030 è intorno ai 1,5 trilioni di euro<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Per una descrizione della Hlhf sulle infrastrutture sociali si veda il paragrafo 6 oltre.

Figura 2 - Investimenti in infrastrutture, val. % sul Pil, Anno 2013



RPS

Eduardo Reviglio

Fonte: McKinsey (2016).

In media circa il 90% delle infrastrutture sociali, dunque la grande maggioranza, è finanziato dalla spesa pubblica. Diversamente dalle infrastrutture economiche (trasporti, energia, telecomunicazioni), che ripagano largamente la loro costruzione con il flusso di cassa che producono attraverso le tariffe, le infrastrutture sociali sono dipendenti dalla spesa dei governi. Questo non significa che le infrastrutture sociali non possano attrarre investitori privati. Si tratta tuttavia di un settore ben distinto da quello delle infrastrutture economiche, dove le logiche del mercato non possono essere trasferite tout court. Al fine di allargare le fonti di finanziamento e aumentare la dimensione del coinvolgimento privato, c'è bisogno di iniziative non suscettibili di *trade-off* con la spesa pubblica. I modelli finanziari prevalenti nell'Ue sono ancora o approvvigionamenti diretti via prestiti a lungo termine o concessioni a lungo termine pagate a un attore privato per la costruzione e la manutenzione di infrastrutture durante il periodo delle concessioni. In entrambi i casi il costo di finanziamento è molto vicino al costo del debito pubblico. In entrambi i modelli, se l'autorità pubblica o locale ha buone competenze tecniche nell'appalto pubblico e/o nella negoziazione di concessioni a lungo termine con la controparte pri-

vata, il costo dell'infrastruttura è poi probabilmente il più basso possibile per il settore pubblico. Il problema è che non tutta l'amministrazione pubblica, soprattutto a livello periferico, ha buone capacità tecniche, e ciò implica che il costo è spesso più alto rispetto a quanto dovrebbe essere. Inoltre, molte amministrazioni non hanno spazio sul debito, e dunque se vogliono realizzare le infrastrutture necessarie, devono utilizzare schemi di partenariato che Eurostat permette di conteggiare nel debito se il rischio di costruzione è trasferito al privato. In tempi di rigidi vincoli di bilancio, il ricorso alle *Public private partnership* (Ppp) può rappresentare una alternativa alla bassa capacità di spesa dell'attore pubblico. Finanziare un'opera in Ppp implica una forma di cooperazione tra pubblico e privato secondo una ripartizione dei rischi che è funzione delle diverse responsabilità e dei diversi obiettivi tra i contraenti. A oggi il ricorso alle Ppp è ancora piuttosto marginale, sia in termini generali, sia in riferimento alle infrastrutture sociali (eccetto le concessioni che sono più diffuse). Anche nel Regno Unito, il più esteso mercato di Ppp in Europa (circa la metà del totale), la quota di investimenti mobilitati è intorno al 3-4% sul totale degli investimenti infrastrutturali. In generale, i Ppp stanno inoltre diminuendo tra gli Stati membri dell'Ue. I canali di Ppp sono, infatti, molto scarsi. Più robusti incentivi fiscali potrebbero certamente aiutare, così come i vari fondi europei che sono stati negli anni introdotti. Cruciale rimane l'abilità e la capacità del settore pubblico nel garantire l'assistenza tecnica necessaria all'avvio di queste partnership. L'assistenza tecnica rimane un problema complesso, di non facile soluzione, per i limiti delle amministrazioni e anche per i flussi di cassa necessari, soprattutto all'inizio, per avviare l'investimento. A conti fatti, le Ppp spesso falliscono o quanto meno hanno problemi anche nei paesi che hanno acquisito forti *expertise* nella valutazione e assistenza tecnica. Le innovazioni necessarie per il mercato delle Ppp riguardano l'adozione di standard europei, la consulenza strategica alle amministrazioni locali, l'analisi costi-benefici, e non meno importante l'acquisizione di competenze in grado di accompagnare tutto il processo, dal finanziamento alla realizzazione dell'opera pubblica. Nel periodo 1990-2009 sono stati chiusi in Europa 1.300 contratti di Ppp per un valore totale di 250 milioni (Kappeler e Nemo, 2010). Di questi il 53% del totale è concentrato nel Regno Unito, l'11,4% in Spagna, il 7% in Portogallo, il restante in Grecia, Francia, Germania e Italia. Nel Regno Unito il 35% dei Ppp è nel campo dell'istruzione, il 34% nella salute, il 14% nei servizi pubblici generali e il restante 4% nei traspor-

ti. Nel resto d'Europa le proporzioni sono ribaltate. I trasporti totalizzano il 76% del valore delle Ppp, mentre istruzione e salute arrivano insieme all'11%. Come è stato già detto, le Ppp sono ancora marginali e non scevre di criticità, tecniche soprattutto.

Ma perché un modello di questo tipo non è ancora decollato su larga scala? Principalmente perché non sono state create le giuste condizioni per renderlo operativo. Tali azioni necessitano di volontà politica, così come di tempo. C'è una evidente a-sincronia tra l'intenzione del settore finanziario di avere infrastrutture finanziate come un «asset class» pienamente voluto e il tempo necessario per costruire tutte le parti mancanti della struttura base. Dal momento che siamo sotto pressione per riprendere i livelli pre-crisi o ancor più alti di investimenti, questo tempo a-sincronia pesa sul nostro futuro e mette a rischio la riuscita esecuzione del nuovo modello. In breve, le principali azioni, ancora mancanti, sono le seguenti:

- *Un quadro contabile chiaro e prudente.* I nuovi regolamenti post-crisi hanno favorito la stabilità, ma hanno avuto effetti negativi sull'investimento a lungo termine. Alcune ricalibrature a livello europeo si sono materializzate solo molto recentemente, ma potrebbero essere non sufficienti. I regolatori sono pronti a rivedere le regole in favore degli investimenti, ma occorrono robuste evidenze empiriche sui rischi connessi al rischio infrastrutturale. Iniziative di questo tipo, soprattutto la raccolta dati a livello globale, sono in corso. Ma potrebbe volerci molto tempo prima di poter produrre risultati tangibili al fine di rivedere gli attuali regolamenti.
- *La mancanza di reti europee di qualità e la necessità di assistenza tecnica.* Manca ancora molto per creare un largo mercato di finanziamento per le infrastrutture in Europa. Il settore pubblico, largamente, finora è stato incapace di sviluppare una programmazione coerente di progetti ben strutturati (Ehlers, 2014). C'è un largo consenso in Europa circa la necessità di un'assistenza tecnica su scala europea e nazionale per accrescere la qualità della programmazione dei progetti. Questo naturalmente richiede una volontà politica. C'è tuttavia anche un problema di trasmissibilità tra i paesi e di complessità istituzionale, ben lungi dall'essere ricondotta entro un quadro chiaro di regole uguali tra tutti i paesi europei.
- *Un contesto normativo coerente.* La stabilità politica e legislativa semplifica e accelera le procedure amministrative, gli oneri normativi e burocratici, accelera e rielabora il sistema giuridico. Una pubblica amministrazione efficiente e tecnicamente preparata è cruciale nelle

decisioni di investimento. Le differenze nella qualità dei contesti normativi sono ancora troppe ampie, non solo tra Stati membri, ma anche tra le regioni di uno stesso Stato. La riduzione di sovrapposizioni e il rafforzamento della capacità amministrativa tra Stato e Regioni sono la *condicio sine qua non* per creare un ambiente favorevole agli investimenti.

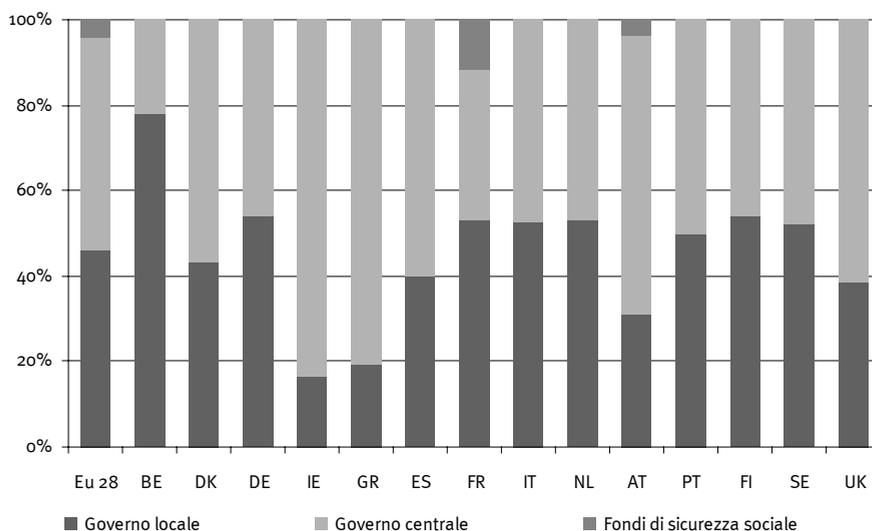
La mancanza di coordinamento su questi diversi piani può spiegare il limitato raggio d'azione degli investimenti in Ppp per le infrastrutture sociali. Resta da dire tuttavia che ancora non c'è un consenso in letteratura su un modello standard di Ppp che sia in grado di distribuire in modo appropriato «rischi» e «premi» tra il settore pubblico e quello privato. Informazioni asimmetriche nell'impostazione e gestione dei contratti rendono i risultati delle Ppp altamente controversi. Le evidenze empiriche forniscono infatti conclusioni contraddittorie in merito al rapporto «qualità/prezzo» sufficiente per bilanciare i costi degli appalti pubblici diretti. L'assistenza tecnica, la combinazione di finanziamenti europei o nazionali, l'impatto sociale e altri strumenti di attenuazione del rischio potrebbero migliorare in futuro la *performance* di questi strumenti di investimento. Non è detto comunque che anche così facendo si riesca a produrre abbastanza «value for money» tale da bilanciare i costi dei più tradizionali appalti pubblici. Infine, una possibilità per rendere il costo per la infrastruttura molto meno oneroso è il cosiddetto «blending» ossia l'utilizzo di fondi strutturali europei, di altre forme di sussidi pubblici, di garanzie, incentivi fiscali, per ridurre il costo del «canone di disponibilità» che l'amministrazione deve pagare per finanziare l'opera in uno schema di Ppp.

### *3. Sfide istituzionali, governo sub-nazionale e la varietà della governance multilivello*

Il risanamento dei bilanci pubblici durante la crisi ha fortemente ridotto lo spazio per gli investimenti pubblici. Per la cosiddetta economia infrastrutturale (trasporti, energia e telecomunicazioni), che è per lo più fatta a livello centrale (e può largamente essere finanziata dal flusso di cassa che produce), e per i servizi pubblici locali (che sono al di fuori del perimetro del settore pubblico), la riduzione è stata meno pronunciata. Ciò che ha mostrato un crollo abbastanza drammatico, specialmente in alcuni Stati membri, sono stati invece gli investimenti

pubblici di media dimensione attuati a livello regionale e locale in settori cruciali come il sociale, il tessuto urbano e l'ambiente. Se consideriamo che il livello sub-nazionale copre i due terzi del totale nella media Ue-28 (figura 3) e che questi investimenti sono soprattutto in piccole e medie infrastrutture, dobbiamo ammettere che abbiamo un problema davvero serio, soprattutto se consideriamo la dinamica negli anni della crisi (figura 4).

Figura 3 - Quota del finanziamento centrale e locale negli investimenti fissi lordi, val. % sul Pil, Anno 2016

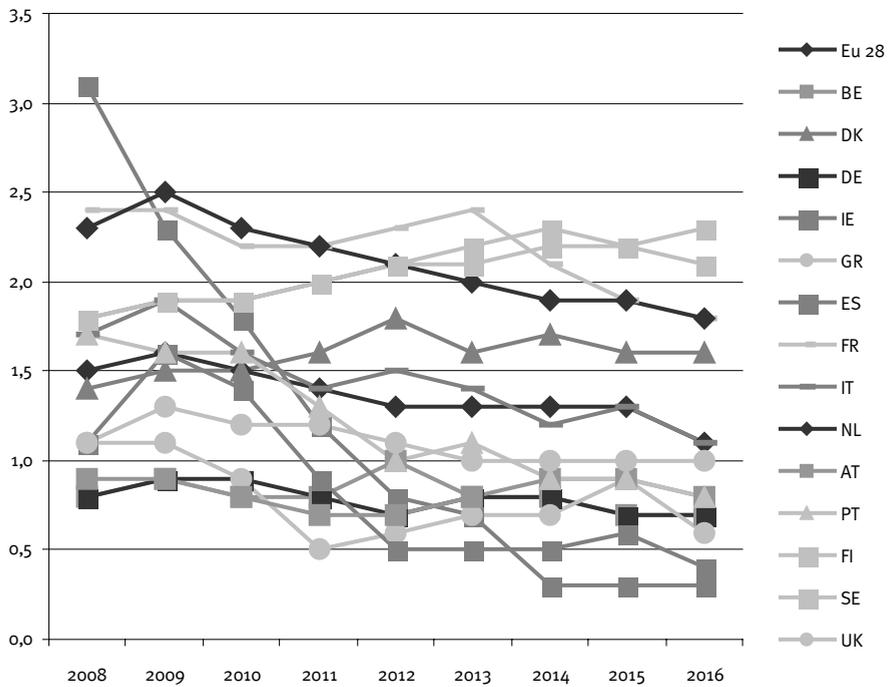


Fonte: Eurostat - Government finance statistics.

L'investimento a livello locale è strategico per una serie di ragioni. È soprattutto a livello locale che i cittadini percepiscono la presenza dei governi nazionali (ed europei) nell'assicurazione di un buon livello di qualità infrastrutturale. Oltretutto, è soprattutto a livello locale che il settore edilizio contribuisce alla crescita economica e alla creazione di nuova occupazione. Così un forte taglio nell'investimento a livello locale ha effetti politici ed economici negativi. Tuttavia perché avere investimenti a livello locale è stato così penalizzante durante la crisi? Il risanamento di bilancio è stato largamente effettuato attraverso i tagli nei trasferimenti dal livello centrale al livello sub-nazionale. Una delle ragioni principali di ciò è che le amministrazioni locali rappresentano una debole *constituency* politica in confronto al governo nazionale o agli

investimenti in grandi opere pubbliche nazionali. Inoltre, nel 2012 molti Stati europei hanno introdotto uno stringente principio di risanamento del bilancio pubblico, anticipando il *Fiscal Compact*. Questo ha fortemente ridotto il margine di bilancio a livello locale. Il risultato è che alcuni paesi membri – soprattutto quelli che hanno più difficoltà nel risanamento fiscale – hanno ridotto da circa la metà fino ai due terzi i loro nuovi investimenti nelle infrastrutture sociali, urbane e nel contesto locale.

Figura 4 - Gli investimenti lordi fissi delle amministrazioni sub-nazionali, Anni 2008-2016, val. % sul Pil



Fonte: Eurostat - Government finance statistics.

#### 4. Le caratteristiche finanziarie degli investimenti nell'infrastruttura sociale

L'investimento nell'infrastruttura sociale ha alcune caratteristiche distintive. Tuttavia condividono le caratteristiche dell'investimento infrastrutturale generale, come ad esempio:

- in gran parte tendono ad essere illiquidi. L'illiquidità degli investimenti infrastrutturali ha un'importanza chiave: i ritorni sono probabili soltanto sul lungo periodo e quindi solo investitori con una prospettiva di lungo periodo possono permettersi questo tipo di investimento;
- i default sono relativamente bassi. Dalla ben nota analisi di Moody's (su un campione di 10.280 progetti per un valore totale di 3,17 trilioni di dollari Usa nel periodo tra il 1983 e il 2015) emerge infatti che il debito infrastrutturale è solitamente meno rischioso rispetto agli investimenti *corporate*, soprattutto nel lungo periodo. Il risultato è che il profilo rischio/rendimento degli investimenti in infrastrutture è in generale migliore di quello delle obbligazioni industriali (Moody's, 2016).

Queste caratteristiche definiscono largamente il profilo di rischio/rendimento degli investimenti in infrastrutture. L'investimento in infrastrutture sociali ha tuttavia alcune specificità:

- *Il ruolo cruciale del settore pubblico.* I progetti di infrastruttura sociale portano vantaggi infrastrutturali pubblici e servizi in cambio di un flusso d'entrata per lo più pagato direttamente dal settore pubblico. Il settore pubblico è responsabile per l'investimento nell'infrastruttura sociale dato che garantisce la continuità dei servizi. Quindi, a differenza delle infrastrutture economiche, come strade, porti, aeroporti o impianti di produzione d'energia – che solitamente assicurano entrate attraverso la vendita del servizio – le infrastrutture sociali dipendono in larga parte dalla disponibilità del settore pubblico di garantire un pagamento sotto forma di canone o tariffa.
- *Il comune e sistematico ricorso all'appalto pubblico.* A causa della natura «pubblica» dell'infrastruttura sociale, l'appalto pubblico è l'accordo contrattuale maggiormente utilizzato. Qui l'attore pubblico porta su di sé la maggior parte dei rischi connessi alla realizzazione dell'opera. Va inoltre detto che il ricorso all'appalto pubblico spesso comporta questioni di azzardo morale o distorsioni nelle scelte di investimento, dovendo l'attore pubblico comunque garantire ai privati una parte della remunerazione.
- *Le dimensioni ridotte.* I progetti infrastrutturali nei settori della salute e dell'istruzione sono di solito relativamente piccoli. Secondo l'Edhec-Risk Institute (2012) circa il 99% dei progetti infrastrutturali sociali esistenti in Europa comporta un capitale totale di investi-

mento di meno di un 1 milione di euro, con la maggior parte dei progetti al di sotto dei 30 milioni. Oltretutto, il costo della fornitura e distribuzione dei servizi è solitamente più alto del capitale d'investimento necessario per la costruzione e realizzazione dell'infrastruttura di per sé.

- *Delle buone opportunità per la diversificazione del portfolio.* Grazie alla quota ridotta di investimento in capitale, l'investimento nell'infrastruttura sociale fornisce una buona opportunità per diversificare i portafogli di investimento. Questo aspetto è chiaramente diverso rispetto agli investimenti nelle infrastrutture economiche, che implicano una più grande concentrazione del rischio. Il potenziale di maggiore diversificazione del portfolio rende l'investimento nelle infrastrutture sociali particolarmente attraente per gli investitori.
- *Bassa instabilità dei ritorni.* La disponibilità e la quantità di pagamenti per il finanziamento dell'opera da parte dell'amministrazione è di solito stabilito ex ante e indicizzato all'inflazione. Ritorni reali sugli investimenti prevedibili e stabili sono un aspetto importante nella scelta degli investimenti da parte di alcuni investitori, soprattutto quelli orientati al lungo periodo.
- *Bassa volatilità degli attivi.* La natura «pubblica» di un investimento nelle infrastrutture sociali le rende meno esposte ai rischi di volatilità e a quelli sistemici sul mercato finanziario.
- *La potenziale attrattiva per i grandi investitori di lungo periodo.* Le caratteristiche illustrate sopra rendono gli investimenti nelle infrastrutture sociali adatti agli investitori di lungo periodo, non orientati al breve termine o a ritorni speculativi dell'investimento. Gli investitori di lungo periodo sono infatti alla ricerca di costanti flussi finanziari nel tempo, indicizzati all'inflazione e diversificati nel rischio.
- *L'importanza degli intermediari finanziari.* La taglia media ridotta degli investimenti nelle infrastrutture sociali può tuttavia scoraggiare questi investimenti. I costi di gestione possono infatti diventare più alti rispetto al ritorno sull'investimento. Da questo punto di vista gli intermediari finanziari svolgono un ruolo fondamentale. È attraverso di essi infatti che si creano le condizioni per la trasmissione degli investimenti dagli investitori ai progetti.
- *La mancanza di strumenti in debito in cui gli investitori istituzionali possono investire parte dei loro fondi.* Gli investitori istituzionali hanno la possibilità di investire in capitale di rischio attraverso fondi quotati per le infrastrutture, fondi intermediari non quotati oppure direttamente attraverso società-veicolo (*Special Purpose Vehicle*). Sull'altro fronte si

riscontra invece una mancanza di strumenti di debito per le infrastrutture sociali. Oppure bond sociali stanno emergendo – in modo simile ai green bond – e potrebbero diventare un interessante strumento per finanziare le infrastrutture sociali.

- *Incertezza relativa ai rischi normativi e politici.* Infine non vanno sottovalutati i rischi politici e normativi, spesso correlati tra loro. Si tratta di una dimensione chiave dell'investimento dell'infrastruttura sociale. Le politiche pubbliche potrebbero infatti cambiare nel corso del tempo, così come la definizione stessa di attivo infrastrutturale. I governi potrebbero inoltre sottrarsi ai loro impegni e i legislatori potrebbero cambiare la cornice normativa. Questo chiaramente rappresenta un rischio serio per gli investitori.

##### 5. Le banche nazionali di promozione e le istituzioni

I mercati finanziari sono sottoposti a una grande trasformazione. Per gli effetti prolungati della crisi finanziaria non stanno agendo a sostegno del finanziamento di lungo periodo dell'economia reale. La Banca europea per gli investimenti, così come le banche di promozione nazionali (in Italia la Cassa depositi e prestiti) e le stesse istituzioni europee possono parzialmente coprire questo gap, grazie alla loro alta capacità di assorbimento dei rischi e agendo da intermediari per lo sblocco di liquidità in favore degli investimenti. Come è stato sottolineato (Bassanini, Pennisi e Reviglio, 2015) c'è una buona opportunità per questi istituti finanziari di re-inventare se stessi alla luce della crisi e dei compiti nuovi che gli sono stati assegnati negli ultimi anni. Queste istituzioni hanno l'affidabilità di agire come intermediari dei flussi finanziari per alcune ragioni: la loro lunga storia (comprovata esperienza); la prevedibilità dell'azione di investimento (stabilità); la non contaminazione con gli abusi della crisi finanziaria; la credibilità data dalla conoscenza dei contesti territoriali e dalla capacità di esecuzione dei progetti. Va inoltre detto che le banche nazionali di promozione (cosiddetta *National Promotional Banks and Institutions - Npbis*) possono giocare un ruolo significativo nel colmare i fallimenti di mercato, bilanciando il ciclo economico, così come avere un ruolo sussidiario nei confronti delle banche commerciali, garantendo coperture ai costi sostenuti per prestiti su mutui e finanziamenti su progetti ad alto ritorno sociale. Nel 2005 le Nazioni Unite hanno definito queste organizzazioni come «istituzioni finanziarie pubbliche con l'obiettivo di soste-

nera lo sviluppo economico e sociale attraverso il finanziamento di attività ad alto ritorno sociale», aggiungendo alla stessa definizione il principio secondo cui le banche di sviluppo intervengono sui fallimenti di mercato. Nel fare questo esse diventano complementari alle istituzioni di mercato, nel senso che il loro intervento non compete con dinamiche del mercato (e quindi è complementare e non intende «spiazzare» i capitali privati). In attesa di un ritorno di stabilità nel sistema bancario europeo il ruolo delle grandi banche di sviluppo nazionali (KfW, CdC, Cdp ecc.) e multilaterali (Eib) è diventato sempre più importante. Esse hanno promosso nuovi strumenti finanziari a sostegno degli investimenti, hanno mobilitato risorse addizionali per l'economia reale, hanno lanciato nuovi fondi di capitale di lungo periodo, nazionali ed europei, per investire in progetti infrastrutturali. La cooperazione tra queste istituzioni potrebbe condurre in futuro a nuove iniziative, ad esempio agendo da catalizzatori per la partecipazione degli investitori istituzionali al finanziamento delle infrastrutture, attraverso il potenziamento del credito e l'attrazione di co-investimenti sul lato dell'*equity* dei progetti.

Il punto chiave è che le banche di sviluppo sono differenti dalle banche commerciali, da quelle universali, di sviluppo e d'investimento (cioè da altre categorie di banche), in quanto esse agiscono per fornire a medio e lungo termine capitale per investimenti produttivi, spesso accompagnati da una forte assistenza tecnica. Inoltre gli investimenti produttivi che effettuano dovrebbero essere selezionati sulla base di un doppio insieme di criteri. Nel breve periodo gli investimenti dovrebbero contribuire al pieno impiego dei fattori di produzione (e dunque sostenere l'occupazione). Nel medio e lungo periodo dovrebbero fornire capitale fisico, finanziario e tecnico (e quindi aumentare la produttività dei fattori di produzione). In breve, dovrebbero essere sia keynesiane che neoclassiche. Questa potremmo considerarla come una caratteristica distintiva tra le banche di sviluppo e le altre categorie di banche.

## *6. Verso la creazione di un Fondo europeo per il finanziamento delle infrastrutture sociali*

Il rilancio degli investimenti in favore dell'Europa sociale richiede di agire su più fronti e con strumenti diversi. In questa direzione è stata di recente costituita una *High Level Task Force* sul finanziamento delle infrastrutture sociali promossa dall'Associazione delle banche pubbli-

che europee, dalla Commissione e dalla Bei<sup>2</sup>. In breve, la Hltf si propone di studiare: (1) la domanda di infrastrutture sociali in Europa alla luce dell'evoluzione futura dei sistemi di welfare, del quadro demografico e di finanza pubblica europea; (2) la dimensione e la natura della domanda in base ai modelli di finanziamento esistenti, con l'obiettivo di elaborare metodi innovativi – con particolare attenzione all'attrazione di capitali privati. La *Task Force* parte dall'assunto che le infrastrutture sociali hanno una serie di caratteristiche specifiche, tra le quali la componente di «bene pubblico» e, storicamente, una minore partecipazione dei privati nel loro finanziamento. Obiettivo della *Task Force* è di esplorare quanto tali caratteristiche possano essere oggetto di *policy* particolari e di modelli finanziari *ad hoc*. Esiste un gap infrastrutturale nell'Unione rispetto al capitale sociale e umano. Tale gap riduce le capacità economiche, occupazionali e di crescita sostenibile – va quindi colmato con politiche innovative e di lungo periodo.

A questo fine la Hltf sta valutando la fattibilità del lancio di un Piano europeo per le infrastrutture sociali. Il piano dovrebbe basarsi su tre pilastri. Il primo è la creazione di un'agenda sociale con obiettivi di lungo periodo per la dotazione di infrastrutture sociali nei vari settori comuni a tutti i paesi membri. Il secondo, la presentazione di piani nazionali di lungo periodo, che tengano conto delle necessità di ciascun paese membro alla luce dello «spazio fiscale» disponibile. Il terzo, entro il 2020, la creazione di un Fondo europeo di convergenza per il finanziamento delle infrastrutture sociali in grado di assicurare un costo del finanziamento simile in tutti i paesi e dando la priorità a quelle regioni in cui le necessità sono maggiori. Il fondo dovrebbe essere dotato di un ampio sistema di assistenza tecnica, diffuso, capace di assistere le amministrazioni pubbliche nella progettazione e realizzazione delle opere attraverso la scelta degli strumenti finanziari più adatti, caso per caso, unendo al finanziamento del fondo anche l'utilizzo dei fondi strutturali europei e nazionali, misurati a seconda di valutazioni di impatto sociale e di altri strumenti di riduzione del rischio, come le garanzie. La base azionaria del fondo sarebbe costituita da governi, Banca degli investimenti europea, banche promozionali nazionali e da investitori istituzionali di lungo periodo secondo il modello del cosiddetto «capitalismo istituzionale».

<sup>2</sup> Sotto la presidenza di Romano Prodi la Hltf ha avviato i lavori all'inizio del 2017, prevedendo di consegnare un rapporto finale alla Commissione alla fine del 2017.

Rilanciare e riformare l'Europa sociale può e deve diventare un grande investimento. Non dimentichiamo che il welfare è un settore che può creare molti posti di lavoro e dare un forte contributo all'industria delle costruzioni, all'innovazione e alle nuove tecnologie. L'«eccezionalità» dell'Europa sta nell'aver realizzato e mantenuto uno dei più avanzati sistemi di Stato sociale del mondo. Non disperdere questo patrimonio, ma anzi rafforzarlo e renderlo più efficiente, deve diventare uno dei grandi obiettivi politici ed economici dei prossimi decenni.

### Riferimenti bibliografici

- Bassanini F., Pennisi G. e Reviglio E., 2015, *Development Banks: From the Financial and Economic Crisis to Sustainable and Inclusive Growth*, in Garonna P. e Reviglio E. (a cura di), *Investing in Long-Term Europe. Re-launching Fixed, Network and Social Infrastructure*, Luiss University Press, Roma.
- Commissione europea, 2017, *Libro Bianco sul Futuro dell'Europa*, disponibile all'indirizzo internet: [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/libro\\_bianco\\_sul\\_futuro\\_dell\\_europa\\_it.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/libro_bianco_sul_futuro_dell_europa_it.pdf).
- Edhec Institute, 2012, *Pension Fund Investment in Social Infrastructure*, febbraio.
- Ehlers T., 2014, *Understanding the Challenges for Infrastructure Finance*, «Bis Working Papers», n. 454, agosto.
- Inderst G., 2015, *Social Infrastructure Investment: Private Finance and Institutional Investors*, in Garonna P. e Reviglio E. (a cura di), *Investing in Long-Term Europe. Re-launching Fixed, Network and Social Infrastructure*, Luiss University Press, Roma.
- Inderst G., 2017, *Social Infrastructure Investment: Financing Sources and Investor Perspective*, Paper Prepared for the High-Level Task Force on Social Infrastructure, Working Group, giugno.
- Kappeler A. e Nemo M., 2010, *Public Private Partnership in Europe – Before and After the Recent Financial Crisis*, Economic and Report 2010/04, European Investment Bank, disponibile all'indirizzo internet: [http://www.eib.org/epec/resources/efr\\_epec\\_ppp\\_report1.pdf](http://www.eib.org/epec/resources/efr_epec_ppp_report1.pdf).
- McKinsey Global Institute, 2016, *Bridging Global Infrastructure Gaps*, giugno, disponibile al sito internet: [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com).
- Moody's, 2016, *Default Research: Infrastructure Default and Recovery Rates, 1983-2016*, Moody's Investor Service Report, New York.
- PwC, 2015, *Capital Project and Infrastructure Spending*, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/capital-projects-infrastructure/publications/cpi-spending-outlook.html>.