

[Link alla pagina web](#)

## Industria e infrastrutture: ripartire dal risparmio privato

L'ingegneria finanziaria consente di creare titoli «ibridi» a metà strada tra equity e debito, con un rischio e una redditività inferiori a quelli delle azioni di

Marcello Minenna L'ingegneria finanziaria consente di creare titoli «ibridi» a metà strada tra equity e



debito, con un rischio e una redditività inferiori a quelli delle azioni 18 maggio 2020

Di fronte alla grave emergenza economica scatenata dal coronavirus, l'Italia è considerata tra i paesi più vulnerabili per la particolare violenza dell'epidemia e, soprattutto, per gli spazi di manovra fiscali molto angusti. Attualmente possiamo contare sulla doppia manleva offerta dagli acquisti di assets (tra cui titoli di Stato) da parte della Bce e dalla sospensione del Patto di Stabilità e Crescita. Nel prossimo futuro, auspicabilmente, ulteriori risorse saranno rese disponibili dalla Ue attraverso i vari strumenti anti-crisi negoziati in questi mesi. Italia percepita come l'anello debole Cionondimeno, il nostro paese continua ad essere percepito come l'anello debole dell'Europa, complice l'appartenenza ad un'unione monetaria che si ostina a considerare "fisiologico" un rapporto debito/Pil non superiore al 60%. Una soglia ormai palesemente anacronistica, come ha commentato di recente Samuele Pasi ricordando che a livello Europeo il debito pubblico è già pari all'85% del Pil e che solo pochi paesi con consolidati vantaggi strutturali hanno raggiunto l'obiettivo del 60%. Tra questi l'Olanda dove però il debito privato è pari al 274% del Pil. Punto di forza: la ricchezza del settore privato Tornando all'Italia, un punto di forza nel confronto internazionale è senza dubbio la ricchezza del settore privato. Le famiglie, in particolare, accanto a un patrimonio immobiliare di 6.000 miliardi euro, detengono attività finanziarie nette per 3278 miliardi di euro, di cui 1390 sotto forma di biglietti, monete e depositi. Mentre attendiamo di capire se, come e quando Bruxelles darà il via libera al Recovery Fund, una parte del risparmio privato degli italiani potrebbe essere coinvolta, su base volontaria, in iniziative di supporto

all'economia reale in modo finanziariamente sostenibile per il sistema-Paese. Una possibilità, su cui mi sono soffermato qualche settimana fa, sarebbe l'emissione fuori mercato di titoli di Stato a breve-media scadenza riservati agli investitori al dettaglio (retail) opportunamente bilanciati in termini di rischio-rendimento e di liquidità. Cosa fare per intercettare i risparmiatori. In parallelo, al fine di intercettare una più ampia platea di risparmiatori, si potrebbe pensare anche a proposte d'investimento capaci di creare una connessione più immediata tra l'impegno finanziario richiesto all'investitore e iniziative mirate di sviluppo economico e politica industriale sotto l'egida dello Stato. In altri termini, a differenza di quanto accade con la sottoscrizione di obbligazioni governative o con il pagamento delle tasse, i cittadini potrebbero decidere autonomamente in quale progetto industriale o infrastrutturale investire sulla base delle loro preferenze individuali. La formula standard per questa tipologia d'investimento è l'acquisto di azioni (equity), ossia quote di partecipazione al capitale di rischio di un progetto da selezionare secondo criteri di necessità e strategicità per il paese. Il «supporto» della Costituzione Sul piano giuridico, una simile iniziativa godrebbe del supporto più autorevole del nostro ordinamento. L'articolo 47 della Costituzione, dopo aver sancito il principio della tutela del risparmio, al secondo comma stabilisce infatti che la Repubblica «favorisce l'accesso del risparmio popolare [...] al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese». Seppur concepito in un momento storico ormai lontano, il dispositivo costituzionale rimane perfettamente attuale. Nel redigerlo il Costituente aveva infatti contemperato la salvaguardia e la compenetrazione di due beni di primario interesse: il risparmio dei cittadini e la capitalizzazione dei grandi complessi produttivi che avrebbero dovuto guidare la ripresa economica post-bellica. Nel “dopo-guerra” pandemico che vive oggi, l'Italia può dunque ispirarsi a questi precetti costituzionali per ricreare un legame diretto tra i risparmi delle famiglie e l'attività produttiva e imprenditoriale. Chiaramente, rispetto a 70 anni fa, bisognerà tener conto dei mutamenti intervenuti nel tessuto socio-economico domestico e nel contesto internazionale per individuare settori e infrastrutture prioritari per il paese, restando al contempo fedeli all'imperativo costituzionale di tutela del “risparmio popolare”. Le protezioni necessarie per i piccoli risparmiatori. Quest'ultima espressione allude evidentemente al piccolo risparmiatore, non necessariamente dotato di competenze specifiche in ambito finanziario e anche per questo meritevole di adeguata protezione. Per tale motivo, la mobilitazione delle risorse finanziarie dei privati dovrebbe avvenire in un ambiente a rischio controllato, prevedendo la partecipazione degli investitori meno esperti anche con modalità più sicure (come le

azioni postergate nelle perdite) o più redditizie (quali le azioni privilegiate che, a fronte di limitazioni nell'esercizio del diritto di voto, godono di benefici economici minimi e garantiti) rispetto a quelle delle azioni ordinarie. Alle partecipazioni azionarie si potrebbero peraltro affiancare strumenti ibridi di capitalizzazione assistiti da garanzie statali opportunamente calibrate. In analogia a quanto fatto col decreto-liquidità di aprile, la garanzia pubblica potrebbe cioè coprire una quota variabile dell'investimento inversamente collegata alla redditività offerta: maggiore è la garanzia minore è il rendimento e viceversa. Un'opportunità dai titoli Abs In prospettiva si potrebbe ipotizzare la costituzione di apposite società-veicolo che emettano titoli c.d. Asset-Backed (Abs) con l'obiettivo di convogliare risorse liquide verso i settori strategici dell'industria nazionale o verso specifiche progettualità. Gli Abs rappresentano infatti uno strumento di raccolta particolarmente flessibile: attraverso la ripartizione in più tranches, nell'ambito della stessa emissione è possibile offrire titoli differenziati in termini di rischio, durata e redditività. Anche la garanzia statale può essere modulata distintamente tra le varie tranches in relazione all'avversione al rischio dei potenziali investitori. I titoli delle tranches più sicure - anche grazie alla protezione totale o quasi dello Stato - godrebbero di uno status analogo a quello di un'obbligazione, seguiti da quelli delle tranches intermedie (garantiti ad esempio al 50% dallo Stato), per finire con i titoli delle tranches più esposte al rischio di perdita, con un'incidenza minima o nulla della garanzia pubblica e de facto assimilabili a investimenti azionari. Una quota della tranche più rischiosa di queste emissioni potrebbe addirittura essere riservata al settore pubblico o agli investitori istituzionali, in modo da creare un buffer minimo per l'assorbimento delle eventuali perdite prima di andare a colpire i risparmiatori al dettaglio.

LA CATENA DEI FINANZIAMENTI Esempio di ricapitalizzazione di industrie e infrastrutture tramite l'investimento dei privati in equity e strumenti ibridi Come ulteriore stimolo alla sottoscrizione, si potrebbero altresì prevedere agevolazioni fiscali, come l'esenzione da imposte di successione, dalla tassazione sulle cedole o sui guadagni in conto capitale e dalla base imponibile per eventuali prelievi una tantum. L'abbinamento di questi incentivi alla garanzia pubblica e la trasparenza sulla destinazione d'uso delle risorse investite qualificherebbero uno strumento finanziario innovativo a disposizione dei risparmiatori italiani che nel recente passato - come indica il successo dei Pir (piani individuali di risparmio) - hanno già mostrato di gradire proposte d'investimento con simili benefit. In particolare, i cittadini avrebbero la possibilità di far partecipare i propri risparmi, nella quota da loro decisa, alla ricapitalizzazione di predeterminati settori produttivi o al funding di

specifiche infrastrutture. La connessione diretta tra fondi e impieghi, riducendo gli spazi di discrezionalità nell'utilizzo delle risorse da parte delle istituzioni pubbliche o dei soggetti da queste delegati, finirebbe con l'aumentarne il grado di responsabilizzazione e, quindi, anche la protezione e la soddisfazione complessiva per i cittadini-investitori. Oltre il 42% degli italiani disposto a prestare soldi allo Stato

Alcuni dati del rapporto **Aipb**-Censis 2019 sugli italiani e la ricchezza contengono segnali incoraggianti: ad esempio l'89,3% degli intervistati ritiene che gli investimenti in infrastrutture siano strategici per l'Italia. Inoltre, il 42,6% degli intervistati sarebbe disposto a prestare soldi allo Stato investendo o investendo di più in titoli del debito pubblico italiano e/o strumenti finanziari dello Stato "orientati esplicitamente al finanziamento della spesa pubblica destinata al welfare", mentre meno del 25% degli intervistati sarebbe disposto a pagare una tassa ad hoc, sui soldi e sui conti correnti e sulle disponibilità liquide. In generale è evidente che il successo dello schema di ricapitalizzazione dell'economia reale sin qui proposto dipenderebbe la capacità di selezionare settori e infrastrutture effettivamente prioritari per il paese. La lista dei possibili candidati è lunga e sconta il collasso degli investimenti sia pubblici che privati verificatosi nell'ultimo decennio. Ma proprio per questo motivo occorre definire al più presto una roadmap delle priorità. Innanzitutto i progetti indifferibili per la cittadinanza: messa in sicurezza del territorio e potenziamento delle infrastrutture e del capitale umano destinati alla sanità e al sistema socio-assistenziale. A seguire vi sarebbero altri interventi su cui almeno nel medio-termine bisognerebbe convogliare risorse finanziarie per valorizzare le potenzialità di sviluppo e la competitività della nostra economia: trasporti, digitale, green economy, formazione e ricerca. Settori strategici

Tra questi ambiti esistono peraltro importanti legami capaci di accrescere il ritorno complessivo dei progetti finanziati per il paese e per gli investitori. Basta pensare allo stretto rapporto esistente tra ambiente, territorio e industria dell'accoglienza o alle sconfinata applicazioni delle tecnologie digitali in settori di punta come la moda, la filiera agro-alimentare ma anche i musei e il turismo il cui giro d'affari potrebbe aumentare sensibilmente se consentissimo la fruizione "virtuale" del nostro immenso patrimonio artistico e paesaggistico. L'opportunità di investire, in un contesto di rischio mitigato, sulla crescita del paese appare preferibile, nell'ottica di un risparmiatore, a titoli di Stato a lunghissima scadenza (se non perpetui) e rendimenti prossimi a zero o, peggio ancora, a prelievi forzosi che avrebbero effetti economici recessivi e minerebbero la fiducia nelle istituzioni in un momento già molto delicato.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli

@MarcelloMinenna