

AIFI

**Associazione Italiana del Private Equity,
Venture Capital e Private Debt**

GUIDA AGLI INVESTIMENTI IN INFRASTRUTTURE

LUGLIO 2021



Come può essere definita l'asset class delle infrastrutture e quali sono le sue caratteristiche tipiche?

Non esiste una definizione univoca di cosa costituisca un asset infrastrutturale né è presente un unico elenco dei settori che possono essere individuati come infrastrutture. Solitamente l'infrastruttura è riconducibile a quegli asset che presentano determinate caratteristiche:

- forniscono servizi essenziali per l'economia e per la società;
- richiedono un fabbisogno di capitale iniziale variabile in funzione delle diverse fasi di progetto (Sviluppo/Progettazione, Costruzione, Gestione/Manutenzione);
- hanno una durata piuttosto lunga correlata al periodo di utilizzo dei servizi offerti;
- realizzano flussi di cassa alquanto prevedibili e stabili;
- hanno rischi tecnologici relativamente bassi.

Di norma l'infrastruttura è un termine generale associato alle strutture fisiche o grandi opere che servono per soddisfare i bisogni di una comunità in modo efficiente e sostenibile (Autostrade, Ferrovie, Grandi Reti Energetiche). In senso più ampio, possono essere considerate infrastrutture anche l'insieme di *real asset* di minori dimensioni distribuiti territorialmente, ma possibilmente aggregabili per fornire servizi di diversa natura per cittadini e imprese (es. colonnine per ricarica veicoli elettrici nei piccoli centri urbani, IT data centers, etc.).

Molti asset infrastrutturali presentano ricavi regolamentati o definiti tramite contratti di concessione, che aumentano notevolmente la prevedibilità dei flussi di cassa nel medio/lungo termine.

A titolo esemplificativo e non esaustivo, le infrastrutture includono i seguenti segmenti:

- **Trasporti:** strade, porti, aeroporti, reti ferroviarie
- **Salute:** ospedali, RSA, cliniche
- **Istruzione:** edifici scolastici, studentati
- **Energia:** sistemi per produzione, accumulo, distribuzione, efficienza energetica
- **Acqua:** reti idriche e fognarie, dighe, sistemi di depurazione
- **Ambiente:** sistemi per la gestione del ciclo integrato dei rifiuti
- **Telecomunicazioni:** reti di fibra ottica, torri e antenne per broadband, data center
- **Sport:** stadi, centri sportivi.

Le infrastrutture si possono classificare in 2 macro-categorie:

- **Greenfield:** ovvero *real asset* di nuova realizzazione che, solitamente, possono essere classificate ad "impatto" (ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento SFDR – UE 2088/2019) qualora sia dimostrato il raggiungimento di obiettivi misurabili di sostenibilità ambientale e/o sociale, anche definiti obiettivi di investimento sostenibile dal Regolamento Tassonomia – UE 852/2020
- **Brownfield:** ovvero *real asset* esistenti che possono essere classificati, ove opportuno, come promotori di caratteristiche di sostenibilità ambientale e sociale (ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento SFDR), il cui investimento non genera nuovi impatti misurabili in termini di investimento sostenibile, ma promuove, tra le altre, caratteristiche ambientali e/o sociali. Resta inteso che anche infrastrutture *brownfield*, laddove siano oggetto di progetti di valorizzazione, riconversione, ristrutturazione, risanamento, restauro e/o recupero potrebbero essere comunque classificate ad "impatto" (ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento SFDR – UE 2088/2019).

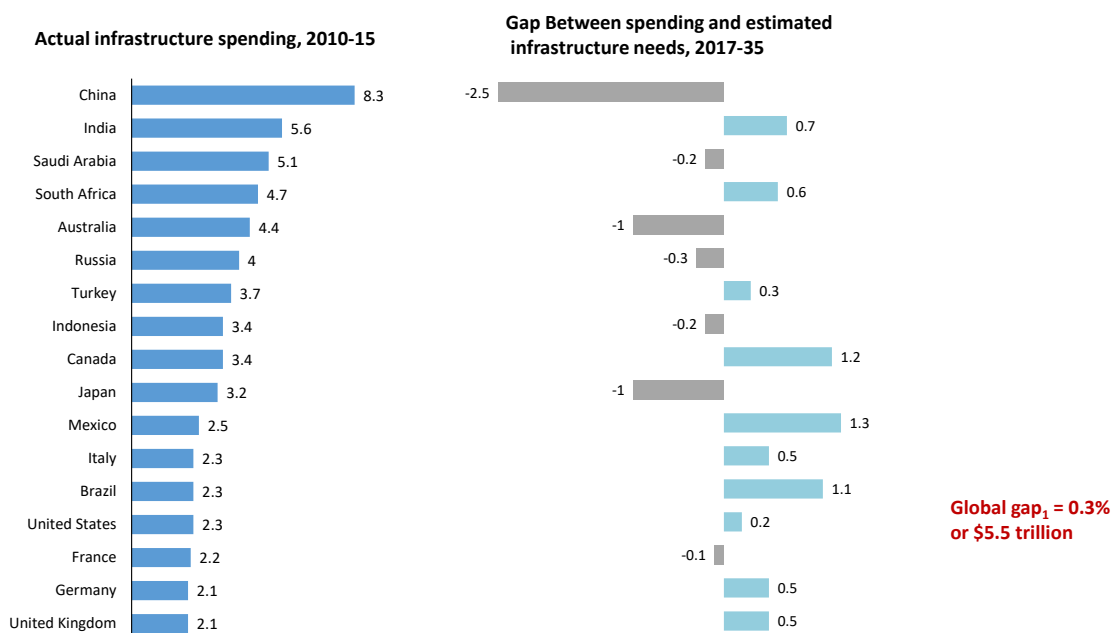
Negli ultimi anni l'infrastruttura, come *asset class*, ha registrato un notevole incremento di interesse, dovuto principalmente a due fattori:

- in primo luogo, il crescente fabbisogno di migliorare lo stato delle infrastrutture esistenti e realizzare nuove infrastrutture per garantire ai cittadini la disponibilità di servizi fondamentali e supportare la necessaria transizione climatica e digitale, fenomeno che richiederà la necessaria combinazione di risorse pubbliche già indicate nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) e di rilevanti capitali da parte di investitori privati;
- in secondo luogo, l'aumento della popolarità tra gli investitori istituzionali (fondi pensione, assicurazioni, fondi sovrani...) grazie al positivo profilo rendimento/rischio che caratterizza l'asset class e al potenziale impatto positivo delle infrastrutture "green" per raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) indicati dalle Nazioni Unite nel 2015.

Cosa è il gap infrastrutturale e perché va colmato?

Le analisi specializzate evidenziano che nel mondo e, in particolare, in Italia c'è un consistente gap infrastrutturale in tutti i segmenti, dai trasporti all'energia, alle telecomunicazioni a banda larga. Cosa significa? Il termine è solitamente utilizzato per indicare **la necessità di infrastrutture a livello globale, regionale o locale**. È un indicatore importante per i *policy maker* e le autorità pubbliche per orientare la propria pianificazione strategica ed è un valore monetario che può essere espresso in termini assoluti o relativi e normalmente rappresenta una percentuale del PIL. In pratica, si tratta della differenza tra le infrastrutture che sarebbero necessarie e quelle presenti in un Paese in un certo momento.

Il grafico mostra la necessità di investimenti in infrastrutture nei vari Paesi stimata rispetto alle spese attuali



Fonte: McKinsey&Company - Bridging infrastructure gaps: has the world made progress? October 2017

Nota: The global gap for 2017–35 as a share of GDP is calculated by adding negative values, converting to dollar terms, then dividing by cumulative world GDP. Without adjusting for positive gap, the value is 0.10%. This has been calculated from a set of 48 countries for which data are available for all sectors. This gap does not include additional investments needed to meet the UN Sustainable Development Goals.

Tale divario si è aggravato nell'ultimo decennio a causa di una flessione degli investimenti pubblici in infrastrutture in quasi tutti i Paesi ad economia avanzata e anche nei Paesi emergenti, con l'eccezione della Cina. Sia in Europa che negli USA il gap è accentuato dalla obsolescenza di diverse infrastrutture costruite nel secolo scorso e la stringente necessità di nuovi modelli sostenibili per trasporti, mobilità e produzione di energia. In Italia esso costituisce una delle cause più rilevanti della stagnazione economica, della perdita di competitività e dell'insufficiente incremento della produttività, che hanno caratterizzato gli ultimi due decenni. Inoltre, è possibile prevedere che alcuni trend socio-economici e finanziari a livello internazionale, rappresentati nel grafico seguente, accelereranno la necessità degli investimenti in infrastrutture nei prossimi anni.



Come si vedrà anche oltre, la netta sproporzione esistente tra i finanziamenti messi a disposizione a livello pubblico ed il fabbisogno di infrastrutture fa emergere la necessità di un maggiore coinvolgimento di capitali e competenze private a supporto del finanziamento delle infrastrutture, attraverso strumenti specifici di finanza alternativa di equity e di debito in grado di convogliare ulteriori ed ingenti risorse in favore di questa tipologia di investimenti, ad integrazione di quelle già esistenti, offrendo soluzioni complementari e sinergiche anche con il sistema di finanziamento pubblico e bancario.

Quale effetto può avere sulla crescita di un Paese un boost agli investimenti in infrastrutture?

C'è evidenza statistica che gli investimenti in infrastrutture abbiano un notevole impatto positivo sul potenziale di crescita e sulla produttività di un Paese, soprattutto nel medio-termine (3/5 anni)¹ e sono quindi decisivi sia per contrastare rischi di stagnazione secolare sia bolle di risparmio (c.d. *saving glut*). È stato anche dimostrato che l'ammodernamento del sistema infrastrutturale contribuisce nel tempo a migliorare la qualità della vita, la salute dei cittadini e il benessere complessivo della popolazione; ha dunque un impatto positivo sul capitale umano, sulla fiducia dei cittadini, sulla propensione al consumo e al rischio.

¹ Una aggiornata rassegna è contenuta nel paper di Ercolani, *The Macroeconomic Impact of Infrastructure Investment: a Review of Channels*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers n. 631, 2021.

In merito agli effetti nel breve termine, studi recenti² dimostrano che questi investimenti sono associati ad impatti positivi quando ricorrono due condizioni che sono presenti, tra l'altro, attualmente in Europa: a) recessione o forte rallentamento dell'economia e b) mercati finanziari caratterizzati da bassi tassi di interesse. Tali investimenti stimolano sia la domanda di breve termine sia l'offerta nel lungo termine riducendo i costi per le imprese e promuovendo gli scambi a livello domestico e internazionale³.

A titolo di esempio, la Banca Europea per gli Investimenti (BEI), tramite la sua divisione "infrastructure", ha fissato i propri *target* di ritorno sugli investimenti finanziati, in termini di impatti economici, basandosi su un fattore moltiplicativo minimo pari a 6 volte per ogni euro investito, a cui si abbina l'ottenimento di precise metriche in ambito sociale (N° FTE di nuovo personale assunto) e ambientale (es. Riduzione di tonnellate equivalenti di CO₂ per milione di euro investito).

Perché potrebbe essere proprio questo il momento storico migliore per puntare sull'asset class infrastrutture?

I provvedimenti adottati dai Governi dei Paesi a economia matura per contenere la pandemia da Covid 19 e per mitigarne gli effetti sull'occupazione, sulla liquidità delle imprese e sui redditi e consumi delle famiglie hanno determinato un **forte incremento dei debiti pubblici**. Pertanto, il rilancio degli investimenti in infrastrutture, in particolare finalizzati a garantire servizi fondamentali (ad esempio asset di trasporto e *social infrastructure*) e supportare la transizione climatica e digitale, è sicuramente una delle componenti principali delle politiche volte ad aumentare il potenziale di crescita in modo sostenibile, riducendo l'impronta di carbonio entro il 2030 con la riduzione del 55% delle emissioni rispetto ai livelli del 1990.

Inoltre, recenti studi dell'International Monetary Fund⁴ dimostrano che l'impatto positivo degli investimenti infrastrutturali aumenta quando questi investimenti crescono contemporaneamente in diversi Paesi per una sorta di **effetto di spillover tra mercati interconnessi**. Questo effetto è esattamente ciò che sta caratterizzando la situazione attuale, nella quale, da un lato l'amministrazione Biden, per accelerare la ripresa dopo la pandemia, ha deliberato un piano di investimenti infrastrutturali che mobiliterà finanziamenti pubblici per 2.300 miliardi di dollari, di cui quasi 700 miliardi per infrastrutture sociali e più di 600 miliardi per infrastrutture *green* di trasporto, mentre dall'altro in Europa, molti Paesi dedicheranno al finanziamento delle infrastrutture su rinnovabili, mobilità sostenibile ed economia circolare una quota rilevante delle risorse dei rispettivi PNRR, di cui solo quelli messi in campo dall'Italia ammonteranno a circa 100 miliardi di Euro nei prossimi 4-5 anni.

Si consideri anche che **la liquidità a livello mondiale è molto elevata** ed è aumentata proprio durante la pandemia, per effetto della riduzione dei consumi e dell'incertezza sulle prospettive future.

² Auerbach e Gorodnichenko, Measuring the Output Responses to Fiscal Policy, American Economic Journal: Economic Policy, 2012; Abiad, Furceri e Topalova, The Macroeconomics Effects of Public Investment: Evidence from the Advanced Economies, Journal of Macroeconomics, 2016.

³ Il PNRR e gli investimenti infrastrutturali in Italia, a cura del prof. Franco Bassanini, testo della relazione tenuta al Convegno Annuale dell'AIFI su *Recovery e private capital*, Milano, 19 aprile 2021.

⁴ IMF Staff, *G 20 Surveillance Note*, 26 febbraio 2021.

Tale disponibilità di risorse private potrà essere destinata a finanziare investimenti infrastrutturali ad elevato impatto sull'economia reale e l'ambiente, che sono due ambiti tipicamente dotati di un profilo anti-ciclico, decorrelato dai rischi di mercato, altamente resilienti con flussi di cassa stabili, prevedibili e *inflation-linked*.

Sono sufficienti le risorse pubbliche per stimolare la crescita degli investimenti in infrastrutture?

Certamente no. Il problema del finanziamento delle infrastrutture è risolvibile affiancando al modello tradizionale di assegnazione annuale dei fondi a carico dei bilanci pubblici modelli finanziari virtuosi studiati sotto diverse forme di finanziamento, quali quelli prettamente di mercato con logiche “*merchant*” su asset non regolati anche di piccola dimensione (es. impianti di produzione di energia rinnovabile tramite contratti di fornitura di energia PPA a privati, *data center* o torri per servizi digitali, etc.), quelli relativi ai modelli di Partenariato Pubblico Privato (PPP) per opere di medio-grande dimensione per la fornitura di servizi pubblici (es. concessioni autostradali, reti di distribuzione gas, etc.) o al conferimento di contratti di concessione per la gestione e potenzialmente per la costruzione dell'opera, capaci di non far gravare il costo dell'infrastruttura sul bilancio pubblico tramite schemi contabili cosiddetti *off-balance sheet*.

Le forme di **Partenariato Pubblico Privato (PPP)** si sono diffuse in Europa soprattutto a partire dagli anni Novanta (la *leadership* è del Regno Unito, che conta per oltre la metà del mercato mondiale).

In un PPP, il settore pubblico e quello privato collaborano allo scopo di realizzare progetti concernenti infrastrutture pubbliche (quali strade, ferrovie, aeroporti, reti energetiche, ospedali, etc.) che di solito presentano le seguenti caratteristiche:

- ✓ un contratto di lungo periodo tra un'amministrazione pubblica aggiudicatrice (l'“Amministrazione”) e un'impresa del settore privato (il “Partner privato”) concessionaria per la fornitura dei servizi;
- ✓ il trasferimento al settore privato di determinati rischi connessi al progetto, in particolare dei rischi inerenti alla progettazione, la costruzione, la gestione e il finanziamento;
- ✓ una particolare attenzione verso la specificazione degli output, più che degli input, del progetto con riferimento all'intero ciclo di vita dello stesso;
- ✓ l'utilizzo di finanziamenti a capitale privato (spesso sotto forma di *project finance*) per investimenti in concessioni che generano flussi di cassa pluriennali sotto forma di canoni pluriennali coperti finanziariamente dalle spese primarie di bilancio a carico dei Comuni (es. illuminazione urbana) ovvero dai pedaggi pagati dagli utenti nel caso di servizi autostradali.

La logica del ricorso a un PPP come alternativa all'appalto pubblico tradizionale si fonda sul postulato che una condivisione ottimale del rischio con il Partner privato offra un migliore *value for money* per il settore pubblico.

Gli schemi di PPP sono, tuttavia, più complessi degli appalti pubblici tradizionali. Richiedono molto spesso di superare un gap culturale presente nella PA che consenta una preparazione amministrativa e finanziaria, una pianificazione dettagliata dei progetti e una gestione adeguata della fase di gara per incentivare la concorrenza tra gli offerenti. Necessitano, inoltre, di una

particolare attenzione nella predisposizione del contratto di PPP per definire i livelli di servizio, per allocare adeguatamente i rischi sui soggetti preposti ad assumerli e per trovare un equilibrio accettabile tra i rischi e i rendimenti commerciali.

Per quanto concerne l'Italia, il Partenariato Pubblico Privato – le cui forme sono regolate dal Codice dei contratti pubblici [D.Lgs 18 aprile 2016, n. 50] – si è concentrato nell'ambito delle attività di investimento realizzate a livello locale, in particolar modo da parte dei comuni. Una maggiore attrattività finanziaria, infatti, caratterizza di norma le opere realizzate in ambito locale, connotate da modeste dimensioni, stabilità e prevedibilità dei profili di domanda, minore rischiosità.

Riguardo alla ripartizione degli schemi di finanziamento per tipologia di progetti, in gergo si parla di:

- **OPERE FREDDE**, cioè **opere a tariffazione sulla Pubblica amministrazione**, la cui gestione non è remunerativa per gli investitori privati (per fattori di mercato/normativi);
- **OPERE CALDE**, cioè **opere a tariffazione sull'utenza**, la cui disponibilità consente la remunerazione dell'intervento a mercato;
- **OPERE TIEPIDE**, in cui vi può essere un RISCHIO DI COSTRUZIONE (rischi legati al completamento degli asset; esternalità negative); un RISCHIO DI DISPONIBILITA' (livelli delle prestazioni e dei servizi); un RISCHIO DI DOMANDA (fattori di mercato indipendenti dalla gestione).

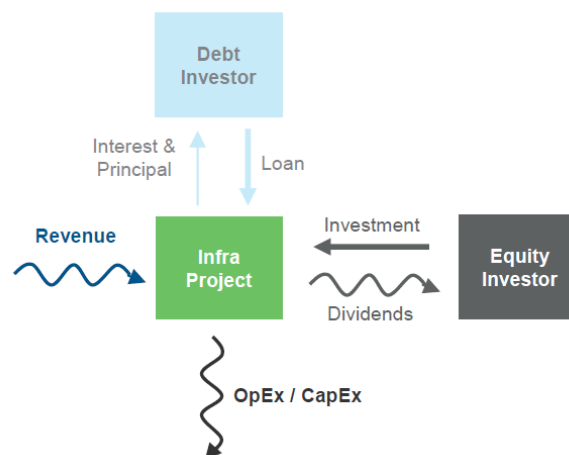
Le infrastrutture c.d. fredde non possono che essere finanziate con capitali pubblici, benché, anche in tal caso, la loro successiva manutenzione e ammodernamento possano in molti casi essere affidati a privati, quando l'investimento diventa un *brownfield*; le c.d. infrastrutture calde devono essere finanziate attraendo capitali privati; le c.d. infrastrutture tiepide possono essere finanziate con forme di partenariato pubblico-privato o di garanzie che migliorino il rapporto tra rischio-rendimento di infrastrutture caratterizzate da elevate esternalità positive per il Paese e da rendimenti sicuri ma non sufficientemente alti da attrarre capitali internazionali, se non attraverso una mitigazione del rischio tramite interventi pubblici.

Gli investimenti sono realizzati solamente in infrastrutture già esistenti?

No. Come evidenziato sopra, accanto agli investimenti finalizzati all'acquisizione di infrastrutture già esistenti, che avvengono solitamente nell'ambito di processi di privatizzazione e/o aggregazioni industriali (*brownfield*), riveste molta importanza anche il finanziamento di nuove opere che ancora devono essere realizzate (*greenfield*). In questo caso, i processi autorizzativi connessi allo sviluppo di nuove opere infrastrutturali costituiscono un elemento chiave da tenere in considerazione per lo sviluppo degli investimenti, in particolare in Italia dove i processi autorizzativi sulle grandi opere ovvero su progetti legati ad impianti per trattamento rifiuti o rinnovabili *on-shore* (fotovoltaico, eolico) presentano tempi amministrativi lunghi e alquanto incerti (vedi tavole a fine documento). Una terza categoria è inoltre rappresentata dagli investimenti in asset esistenti che necessitano di notevoli investimenti per il miglioramento delle condizioni dell'infrastruttura o per ulteriori sviluppi della stessa (*yellowfield*).

Quali sono le tipologie di investimento infrastrutturale adottate sul mercato?

La caratteristica tipica degli investimenti infrastrutturali di garantire flussi di cassa relativamente stabili attrae **sia investitori di equity sia di debito senior o mezzanine**, consentendo di ottenere livelli relativamente elevati di leva finanziaria, anche tramite strutture di capitale *multi-tranches*.



Fonte: MIRA Europe Infrastructure Seminar

Gli **investimenti infrastrutturali realizzati tramite equity** possono essere effettuati da FIA (fondi alternativi di investimento) chiusi gestiti da professionisti del settore oppure attraverso investimenti diretti da parte di *asset manager* o tramite co-investimenti da parte di investitori istituzionali (es. banche, assicurazioni, fondazioni, fondi pensione etc.).

Il percorso più tradizionale per consentire agli investitori istituzionali di accedere ad infrastrutture non quotate è quindi attraverso un gestore esterno, normalmente strutturato come gestore di FIA chiusi riservati di private equity o private debt con orizzonti temporali di medio-lungo termine (10-15 anni).

Il gestore identifica le infrastrutture di interesse secondo un modello specializzato “tematico” (es. Asset Energetici *Greenfield*, Asset Sanitari *Brownfield*) gestendo i processi di investimento, di monitoraggio e di disinvestimento.

Si ritiene che lo strumento del **fondo chiuso** possa rappresentare un veicolo di finanziamento idoneo alla partecipazione finanziaria in progetti legati al finanziamento delle infrastrutture grazie ad una serie di elementi, prima tra tutti la durata pluridecennale che è perfettamente in linea con la filosofia che contraddistingue gli investimenti nel settore: la costruzione delle infrastrutture, infatti, richiede di impiegare risorse a fronte di un beneficio futuro che si comincerà a percepire a seguito del completamento dell’infrastruttura stessa e nel medio-lungo periodo successivo in cui sarà in fase di *operation*.

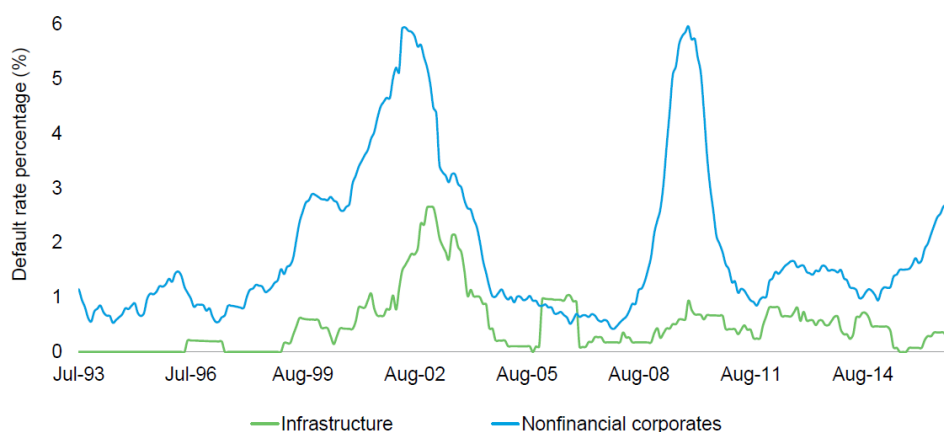
Anche gli **investimenti infrastrutturali** realizzati tramite l’accesso a nuovo **debito** possono essere effettuati da fondi chiusi gestiti da professionisti del settore. Negli ultimi anni, in particolare nel mercato europeo, gli investimenti infrastrutturali realizzati tramite debito risultano in forte crescita, attraverso l’utilizzo di strutture ibride di finanziamento diversificate, dal *senior secured*, al *mezzanine*, al *subordinated debt* sia per progetti di grande dimensione che per quelli di piccola dimensione che hanno maggiori difficoltà di accesso al sistema di *project finance* bancario.

Sul fronte della domanda, gli investitori istituzionali sono stati spinti ad ampliare i propri orizzonti di investimento alla ricerca di rendimento, e dal lato dell’offerta le nuove regolamentazioni bancarie (ostili nei confronti di esposizioni di lunga durata o rischiosità più elevata, dimensione ridotta, mancanza di *know-how* tecnico) hanno portato a una riduzione dei

finanziamenti del canale bancario ed un crescente *credit crunch*, in particolare per i progetti infrastrutturali di minore dimensione proposti dalle piccole e medie imprese del settore.

In generale, il debito infrastrutturale ha mostrato una minore insolvenza rispetto al debito societario “*corporate*”, essendo sostenuto da attività sottostanti “*asset-based*” con profili operativi e flussi finanziari stabili *inflation-linked* che offrono un ridotto profilo di rischio decorrelato a cui sono associati dei requisiti di assorbimento di capitale decisamente ridotti per compagnie assicurative (ex normativa Solvency II) e banche (ex normativa CRR II) ⁵.

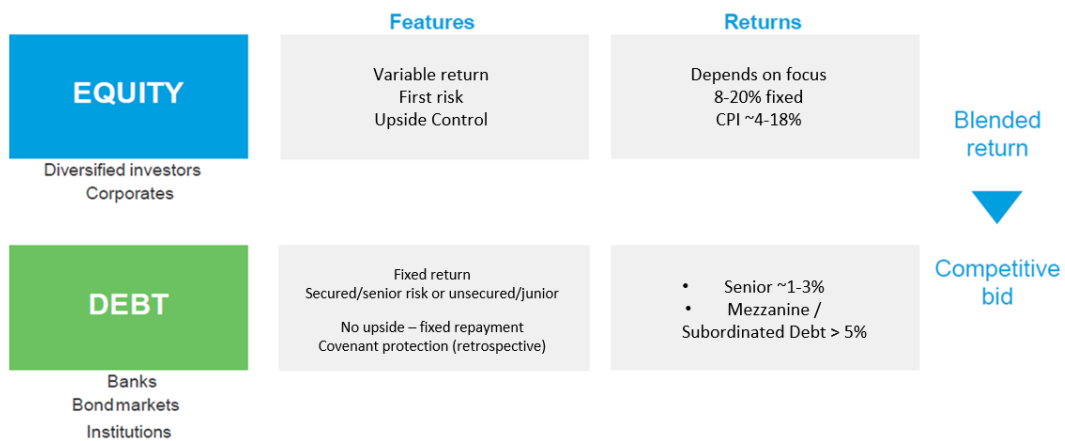
Infrastructure debt default rates historically have been resilient in periods of economic crises



Fonte: MIRA Europe Infrastructure Seminar

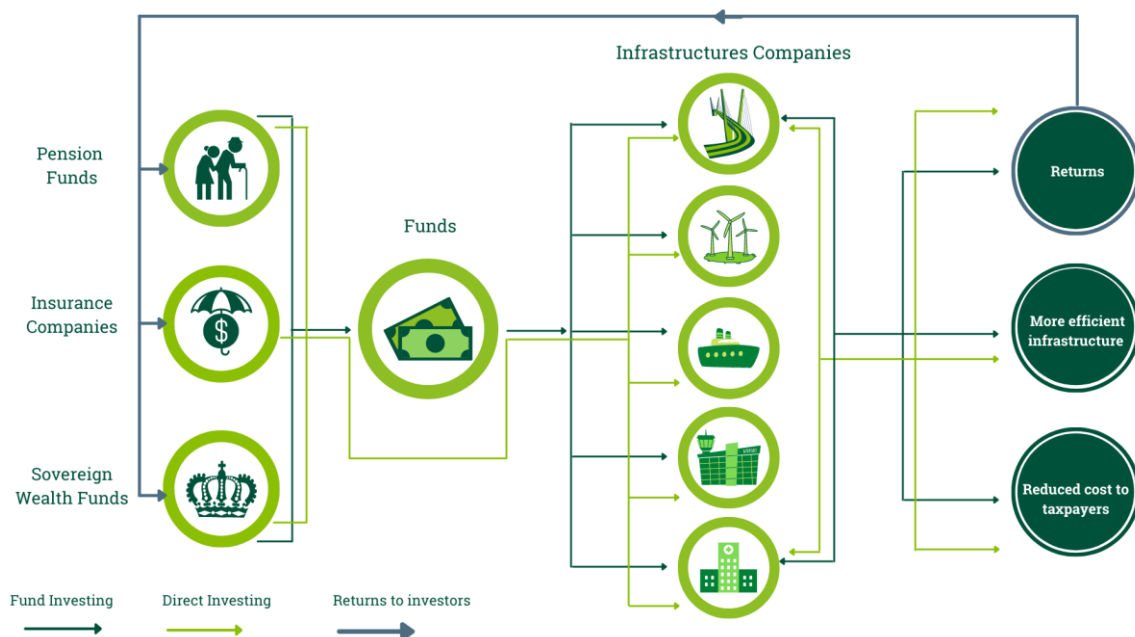
Con l’obiettivo di evidenziare le principali caratteristiche e differenze tra gli investimenti infrastrutturali tramite equity e quelli tramite debito, si evidenzia come i primi garantiscano rendimenti più elevati e la possibilità di massimizzare il rendimento atteso e di ottenere *upside*, a fronte di una maggiore rischiosità in funzione del grado di subordinazione “*ranking*” nel rimborso dei flussi finanziari, mentre i secondi offrono un rendimento inferiore, dai tassi minori del *senior secured* a quelli maggiori del *mezzanine/subordinated debt*, ma stabile nel tempo, insieme alla disponibilità di *covenant* che tutelano il portatore di capitale di debito.

⁵ Solvency II (Direttiva 2009/138/CE) estende la normativa di Basilea II al settore assicurativo. Il Regolamento (UE) 2019/876 modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda, tra l’altro, il coefficiente di leva finanziaria delle banche, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili e le esposizioni verso organismi di investimento collettivo.



Fonte: elaborazione propria da MIRA Europe Infrastructure Seminar

Attraverso investimenti a lungo termine e la gestione attiva delle società, i fondi infrastrutturali possono migliorare l'efficienza delle risorse esistenti e aumentare la loro capacità e longevità, nonché fornire finanziamenti e competenze vitali alle società private che gestiscono i servizi e le strutture essenziali supportando la transizione ecologica, digitale e sanitaria del Paese. Ciò aiuta i governi a indirizzare la spesa pubblica dove è più necessario, creando il circolo virtuoso descritto nel grafico sottostante.



Fonte: elaborazione propria da Invest Europe – Investing in infrastructure 2016

Come gestire il rischio associato agli investimenti infrastrutturali?

La gestione del rischio è un aspetto fondamentale per tutti gli attori, i.e. *stakeholders*, operatori ed addetti ai lavori coinvolti nella realizzazione delle infrastrutture, poiché essi hanno sempre più la necessità di comprendere a quali rischi sono soggetti, anche in considerazione delle prescrizioni contenute nelle Direttive Europee, sempre più stringenti, che impongono un *risk assessment*, specialmente laddove si investa in tecnologie innovative o di limitata diffusione; è evidente che i progetti infrastrutturali per natura *asset-based* godono di un profilo di rischio più favorevole rispetto agli investimenti cosiddetti “*corporate*” differenziando il proprio peso in funzione delle diverse tipologie di rischio nelle differenti fasi e cicli di vita dei progetti. I rischi associati agli asset infrastrutturali sono riconducibili, principalmente, alle seguenti macrocategorie:

- **Rischi politici e regolatori** – riferiti alla stabilità politica del Paese e della regione in cui l’asset è ubicato e alla complessità del quadro regolatorio del settore in cui l’asset opera. Ad esempio, l’instabilità politica e regolatoria può comportare ritardi nelle procedure delle gare di affidamento delle concessioni nel caso di PPP su grandi progetti; contenziosi a danno della realizzazione delle opere; episodi di corruzione o pressioni politiche o confisca forzata dell’asset da parte del governo. Inoltre, gli asset che sono regolati (es. tariffa per distribuzione del Gas, pedaggi autostradali) possono essere soggetti a cambiamenti inattesi del regime tariffario stabilito dal regolatore, generando disallineamenti rispetto alle valutazioni iniziali dell’investimento. Rientra nei rischi politici e regolatori anche **il rischio dei cambiamenti del regime fiscale e dei relativi incentivi come quelli legati alle rinnovabili e ai progetti di efficienza energetica**, da cui consegue che gli investitori in infrastrutture debbono monitorare con attenzione le proposte di riforma fiscale globale in corso, guidate da iniziative internazionali quali la Base Erosion and Profit Shifting (BEPS), attraverso la quale l’OCSE sta lavorando per definire una piattaforma comune per contrastare quelle strategie fiscali che sfruttano le asimmetrie delle regole fiscali tra i Paesi.
- **Rischi macroeconomici, finanziari e contrattuali** – riferiti all’evoluzione dello scenario economico in termini di variazione del tasso di interesse, del tasso di cambio e d’inflazione oltre che di variazione della domanda di mercato di determinati servizi, solitamente meno impattante agendo in settori tipicamente anti-ciclici (es. Trattamento Rifiuti, Ospedali, Fornitura Energia). I rischi macroeconomici e finanziari, in generale, si possono manifestare in tutte le fasi di vita delle opere infrastrutturali, mentre quelli contrattuali possono essere mitigati, in molti casi, inserendo opportune clausole contrattuali e assicurative o regolamentando il settore.
- **Rischi operativi** – riferiti a tutti quei fattori che possono avere un impatto sulla performance dell’asset in termini di quantità e qualità del servizio offerto. Rientrano tra i tipici rischi operativi: il rischio tecnologico, l’obsolescenza dell’infrastruttura, gli eventi naturali catastrofali e il rischio di costruzione per i progetti “*greenfield*”, ovvero, il verificarsi di ritardi e/o extra costi nella fase di realizzazione delle opere, imputabile ad inefficienze e ad inadempimenti da parte del costruttore/Operatore EPC (*Engineering/Procurement/Construction*) il cui rischio è normalmente mitigato tramite strumenti di *performance bond* e assicurazioni su rischi costruendo.
- **Rischi di credito off-taker** – riferiti a valutazione del rischio solvibilità relativo alla controparte che acquista il servizio generato dall’asset infrastrutturale, sia di natura privata che pubblica. In ambito energetico si stanno affermando sempre di più modelli

contrattuali PPA (*Power Purchase Agreement*) offerti da *off-taker* di grandi dimensioni su progetti di rinnovabili *utility scale* per il ritiro dell'energia a condizioni di prezzo prestabilite con durata 5-10 anni.

- **Rischi ambientali e contributi negativi agli obiettivi di sostenibilità** – macrocategoria di rischio che si riferisce all'impatto derivante da eventi o condizioni ambientali, sociali o di *governance* che, se si verificassero, potrebbero causare un impatto negativo reale o potenziale sul valore degli asset infrastrutturali. Tali impatti, in conformità al Regolamento SFDR, sono di due tipi: (i) impatti "interni", che incidono direttamente o indirettamente sul rendimento dell'investimento e (ii) impatti "esterni" che attengono al modo in cui le decisioni di investimento incidono su obiettivi di sostenibilità o aspetti ESG esterni rispetto all'asset infrastrutturale. Tale categoria di rischi è più frequente negli investimenti di tipo "*brownfield*", in quanto, come rappresentato sopra, gli investimenti "*greenfield*" rientrano perlopiù nella definizione di investimenti eco-sostenibili ai sensi del Regolamento Tassonomia e dunque possono essere classificati ai sensi dell'articolo 9 del Regolamento SFDR, secondo cui i rischi di sostenibilità ambientali e/o sociali sono prevalentemente neutralizzati.

Per far fronte ai rischi di cui sopra, sono state sviluppate nel tempo e ad oggi sono disponibili soluzioni di mercato per il trasferimento degli stessi a soggetti terzi (i.e. il mercato assicurativo). Si pensi ad esempio al rischio politico per investimenti *cross-border* sia in capitale di rischio che debito, al rischio di mancato rispetto di alcune tipologie di garanzie contrattuali prestate nei contratti di compravendita ed alle più classiche e diffuse coperture operative a tutela degli asset contro rischi di natura accidentale e catastrofica, sia per quanto concerne la fase di costruzione che per la fase di gestione dell'infrastruttura.

Tuttavia, queste soluzioni permettono di coprire solo determinati tipi di rischi identificabili mentre altre tipologie di rischio (es. rischio regolatorio e politico) ricadono, in generale, prevalentemente sull'investitore.

Come ovviare ai rischi infrastrutturali?

Il *risk assessment* e la raccolta dei dati storici e le proiezioni future aiutano le varie parti coinvolte nel definire piani di *Loss Prevention*, trasferimento al mercato delle esposizioni assicurabili e *Disaster Recovery* personalizzati, riuscendo così a migliorare l'efficienza e la continuità operativa del processo di investimento nelle infrastrutture.

Il settore delle infrastrutture è esposto ad una serie di rischi operativi e tecnologici di complessa individuazione e gestione, per i quali è indispensabile un processo di *Risk Management* finalizzato all'analisi, mitigazione, controllo e successivamente al trasferimento del rischio residuo.

L'attività di *Risk Assessment* consente di disporre di informazioni dettagliate e coerenti per una chiara visione delle esposizioni ai rischi di danni agli asset e continuità del business a cui è esposta l'infrastruttura e allo stesso tempo disporre di una reportistica tecnica che possa essere proficuamente presentata ed utilizzata per definire il trasferimento del rischio al mercato.

1. Fase 1 - Risk Assessment

Identificare le diverse esposizioni di rischio a cui gli asset possono essere esposti quali incendio, esplosione, atti vandalici, eventi naturali, guasto meccanico, crollo, collasso, etc. e analizzare le misure adottate per prevenire e ridurre i potenziali danni agli asset. L'analisi permette di aiutare

le parti coinvolte nella valutazione degli impatti sia in merito al perimento dell'asset che all'interruzione di attività con la conseguente perdita di profitto.

Il *Risk Assessment* consente di evidenziare il grado di rischio dell'infrastruttura seguendo uno schema appositamente strutturato e contenente i seguenti argomenti:

- ✓ caratteristiche costruttive degli edifici;
- ✓ principali compartimentazioni antincendio, misure di protezione e relative alimentazioni idriche;
- ✓ descrizione sintetica dell'attività, dei processi produttivi e dei depositi;
- ✓ servizi tecnologici (es. elettricità, calore, aria compressa, etc.);
- ✓ rischi speciali (es. stoccaggio e utilizzo di liquidi o gas infiammabili);
- ✓ programmi e procedure di prevenzione danni;
- ✓ esposizioni derivanti da rischi limitrofi;
- ✓ esposizione al guasto macchine;
- ✓ esposizione al furto, sabotaggio/atti vandalici e relativi sistemi di protezione;
- ✓ eventi naturali (alluvioni, terremoti, frane, eventi atmosferici, ecc.);
- ✓ rischio di danni da interruzione dell'attività e criticità degli impianti nell'ambito del ciclo produttivo;
- ✓ dipendenza da fornitori critici di materiali, componenti e servizi;
- ✓ individuazione delle interdipendenze tra reparti e unità produttive;
- ✓ stime di danno per rischi materiali (Danno Massimo Probabile, Danno Massimo Possibile, Massima Unità di Rischio);
- ✓ storia dei sinistri recentemente occorsi sull'asset.

2. Fase 2 - Mitigazione e controllo del rischio

Sulla base degli esiti dell'attività di *Risk Assessment* risulta utile definire un piano di improvement al fine sia di indicare agli *stakeholder* le principali criticità di tipo tecnico/impiantistico in tema di prevenzione e protezione danni alla proprietà e alla continuità del business sia di segnalare gli aspetti critici di tipo procedurale, organizzativo sui quali intervenire.

3. Fase 3 - Trasferimento del rischio

Una volta individuato il percorso di *assessment* e di mitigazione, risulta fondamentale definire il percorso di trasferimento al mercato assicurativo del rischio residuo. L'obiettivo è quello di trasferire il rischio alle migliori condizioni possibili definendo un giusto equilibrio tra estensioni di copertura, livelli di ritenzione e limiti di indennizzo affinché si possa tutelare al meglio il progetto infrastrutturale. Il trasferimento del rischio, inoltre, non solo permette di proteggere l'investimento e la responsabilità degli investitori, ma deve essere strutturato al fine di garantire una continuità operativa e consentire di tutelare il *cashflow* del progetto e il ritorno economico dei relativi investitori.

Tuttavia, per quanto riguarda il nostro Paese, ciò non basta per rendere gli investimenti "resilienti", sicché è necessario, per ovviare ai rischi infrastrutturali sopra descritti, attuare varie misure congiunte, quali:

- limitare l'incertezza associata ad un investimento di lungo periodo, quale principale fattore per incentivare l'investimento di capitale privato;
- garantire continuità nella regolamentazione e stabilità nella legislazione;
- eliminare la diffusa corruzione e criminalità organizzata, garantendo la trasparenza e la stabilità del quadro regolatorio, come *conditio sine qua non* per attrarre investitori privati in infrastrutture, introducendo clausole di salvaguardia dei mutamenti del quadro normativo/regolatorio anche in termini di durata delle concessioni;
- snellire gli iter autorizzativi dei progetti che risultano avere una durata eccessiva o non prevedibile;
- definire regole di incentivazione e politiche fiscali chiare, con tempistiche di fruibilità ragionevoli, revisionare le stazioni appaltanti che risultano inadeguate;
- predisporre modelli di bandi standard in modo da contrastare il proliferare di bandi "anomali".

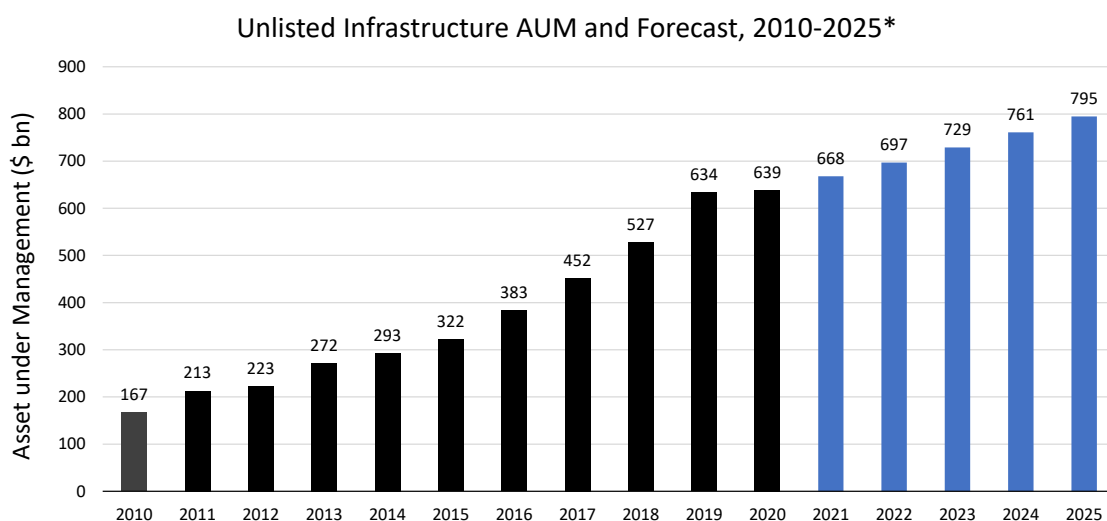
Pertanto, sarebbe auspicabile che i *policy makers* agiscano sia a livello regolatorio che programmatico, stabilendo strategie di investimento e regole d'ingaggio che consentano agli operatori di mercato di agire in situazioni quanto più prive di incognite contrattuali, e quindi che si vada nella direzione di:

- Redigere piani strategici che permettano di focalizzare le grandi infrastrutture su poche opere realizzabili, che tengano conto delle esigenze di investimento necessarie per garantire la conservazione delle infrastrutture esistenti che forniscono servizi fondamentali e che promuovano l'iniziativa privata nello sviluppo diffuso di piccole e medie infrastrutture specialmente su energia *green*, ambiente e salute.
- Garantire corrette valutazioni di fattibilità finanziaria (in termini di costi-benefici) ed economica.
- Migliorare il livello di progettazione preliminare alla gara per gli appalti/concessioni più grandi in modo tale da ridurre il rischio di varianti e costi aggiuntivi, offrire maggiore standardizzazione e uniformità dei bandi ai fini della bancabilità per i progetti PPP di più piccola dimensione.
- Garantire la disponibilità di risorse pubbliche sufficienti per sviluppare studi e progetti indipendenti per il successo dei progetti.
- **Incentivare il coinvolgimento dei finanziatori che comprendano sia istituti bancari che fondi di investimento specializzati** per la predisposizione di piani finanziari già in fase di programmazione – approfondendo e aggiornando periodicamente gli studi di efficacia delle infrastrutture che vengono promosse – in modo tale da dare priorità alle opere effettivamente utili per la collettività.
- Rafforzare le competenze tecniche interne alla PA in modo tale che possa essere messa nella condizione di valutare gli investimenti evitando di attuare quelli che risultano essere scarsamente o per nulla redditivi, effettuando una più approfondita analisi della domanda e **più accurati studi di fattibilità**, privilegiando opere ad alta redditività economica che potrebbero suscitare l'interesse all'investimento da parte di attori privati.
- Ovviare al ritardo nell'applicazione delle tecniche di *Public-Private Partnerships (PPPs)* e nell'allocatione dei rischi nei confronti degli investitori privati, ipotizzando – come avviene negli USA – la creazione di una agenzia governativa (*PPPs Unit*), specializzata nella selezione e nella valutazione della finanziabilità degli interventi e della standardizzazione dei contratti per attrarre capitali privati e aumentare il rating dei progetti e la riduzione dei costi finanziari.
- Incrementare la diffusione dei PPA in particolare su grandi opere e migliorare schemi incentivanti per la realizzazione e *revamping* delle infrastrutture *green* di *mid-lower size*.

- Definire metriche adeguate e condivise a livello internazionale per quantificare l'impatto in termini ambientali e sociali degli investimenti infrastrutturali, supportandone così anche la loro corretta classificazione in ottemperanza al Regolamento SFDR secondo gli articoli 6 (Investimenti NON ESG), 8 (Investimenti ESG, che promuovono, tra le altre, caratteristiche ambientali e/o sociali) e 9 (Investimenti ad impatto, che hanno come obiettivo investimenti sostenibili ai sensi del Regolamento Tassonomia). Con riferimento a ciò, è attesa entro la fine dell'anno la versione definitiva del Report sui *Regulatory Technical Standards* (RTS) promossi dalle Autorità Europee di Vigilanza, che hanno l'obiettivo integrare il Regolamento SFDR specificandone il contenuto, la metodologia e la presentazione delle informazioni in relazione agli indicatori di sostenibilità, relativi agli investimenti che si classificano ai sensi degli articoli 8 e 9 del Regolamento SFDR.
- Offrire un regime fiscale agevolato per gli investitori nei fondi alternativi di equity e di debito che finanzino la realizzazione di nuove infrastrutture ad impatto ai sensi degli articoli 8 e 9 del Regolamento SFDR.

Quante risorse sono investite nel mondo dai fondi per le infrastrutture?

Le risorse gestite a livello complessivo nel mondo delle infrastrutture sono cresciute notevolmente negli ultimi. Inoltre, guardando ai dati più recenti, secondo una ricerca di Preqin, emerge che l'*Asset Under Management* dei fondi dedicati alle infrastrutture crescerà ad un CAGR del 4.5%, passando da \$639bn nel 2020 a \$795bn nel 2025.



*2020 figure is annualized based on data to October. 2021-2025 are Preqin's forecasted figures.

Fonte: Preqin

Nel solo 2020, nonostante la crisi, 101 fondi per le infrastrutture non quotati hanno raccolto complessivamente oltre 100 miliardi di dollari. Nella maggior parte dei casi si tratta di fondi molto grandi, tanto che ai primi 20 fondi è imputabile il 74% della raccolta complessiva dell'anno. I dati sul mercato italiano dimostrano ancora un elevato potenziale di sviluppo, soprattutto a confronto con la Francia, con cui si è soliti comparare il mercato domestico. In Italia nel 2018, anno che ha registrato lo sviluppo più considerevole, sono stati raggiunti i 3 miliardi di dollari investiti in 16 progetti, ma vi sono elevate prospettive di crescita nell'ambito *green* su trasporti, energia, ambiente grazie a risorse naturali e competenze distintive rispetto ad altri paesi europei

del centro-nord. I fondi attivi sono circa 10. In Francia sono stati mappati 33 fondi per le infrastrutture che hanno realizzato nel 2020 5,3 miliardi di investimenti in 121 progetti.

Quali sono i vantaggi per gli investitori istituzionali che decidono di investire nell'asset class infrastrutture?

Gli investimenti in infrastrutture hanno, in generale, caratteristiche allineate al profilo finanziario degli investitori istituzionali e possono offrire resistenza ai cicli economici e stabilità di rendimento. In particolare, i fondi infrastrutturali possono offrire:

1. Ritorni significativi e costanti nel tempo

Il calcolo della performance deriva dalla scelta del benchmark che è sempre una proxy del rendimento delle assets che si prefigge di misurare, in taluni casi più o meno rappresentativo di altri. Dai primi anni del 2000 l'*asset class* delle infrastrutture ha garantito ritorni significativi (un ritorno medio netto annualizzato del 9,8%, confrontato con il 7,1% delle azioni e il 4,1% delle obbligazioni)⁶. La volatilità di questi ritorni è relativamente bassa in quanto l'*asset class* è poco soggetta a variazioni della domanda e agli andamenti del ciclo economico. Inoltre, le infrastrutture influenzano positivamente la crescita del PIL e viceversa. Nelle fasi del ciclo economico caratterizzate da tassi di interesse crescenti i rendimenti del comparto infrastrutture sono stati più elevati rispetto ai periodi in cui i tassi sono in discesa (ritorno annualizzato del 13.2% a confronto con il 6.6%)⁷.

2. Protezione dall'andamento dell'inflazione (rendimenti *inflation-linked*)

Gli asset infrastrutturali offrono spesso protezione dall'inflazione. I cash flows generati dai progetti infrastrutturali, in particolar modo quelli regolamentati e contrattualizzati, sono, infatti, generalmente legati all'andamento dell'inflazione (o "inflation linked"). Gli investimenti in infrastrutture sono legati a rendimenti importanti, in media pari al 13,4% annualizzato, quando il tasso di inflazione è al di sopra della media, contro un rendimento del 5,8% quando il tasso di inflazione è sotto la media. Così pure la correlazione è positiva quando vi sono aspettative inflazionistiche al rialzo come è previsto in Europa, dove il target nei prossimi anni sarà di raggiungere il 2% fissato dalla BCE.

3. Cash flows importanti, stabili e prevedibili

Per effetto della loro "essenzialità", oltre che dell'intensità di capitale, le infrastrutture tendono a muoversi in un ambiente di scarsa elasticità della domanda, in regime di monopolio/semi-monopolio, con strutture di remunerazione che prevedono ricavi regolamentati o definiti nei contratti di concessione o comunque, in mercati caratterizzati da alte barriere all'entrata. La combinazione di stabilità della domanda, protezione regolatoria/contrattuale, pianificazione pluriennale degli investimenti e posizione di monopolio/semi-monopolio nel mercato si traduce in un profilo di flussi finanziari per lo più altamente prevedibile.

I flussi di cassa delle *asset class* infrastrutturali sono meno volatili (deviazione standard del tasso di crescita: 2,3 punti percentuali) rispetto a quelli dell'azionariato in generale (7,9 punti) e delle attività immobiliari (4,3 punti). I flussi di cassa delle infrastrutture non sono correlati a quelli dei titoli azionari (coefficiente di correlazione: -0,10).

⁶Cambridge Associates Infrastructure Index (CAII) composto da 107 fondi e istituito dal 2004.

⁷ Bloomberg Finance LP, CAII 2018.

4. Opportunità di diversificare il portafoglio

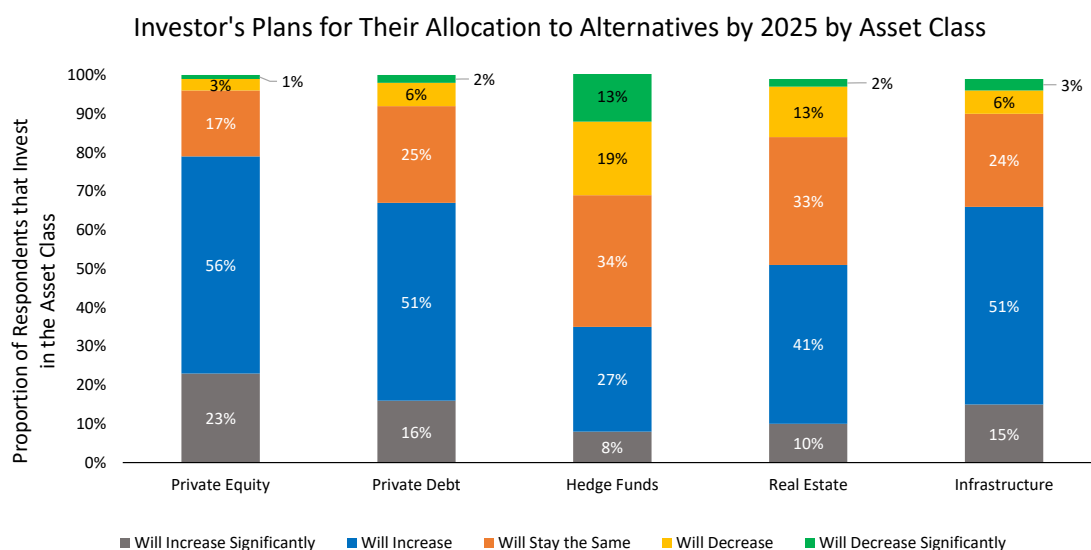
I rendimenti di questa *asset class* sono caratterizzati da bassa correlazione con il ciclo economico, con le performance di borsa e con i rendimenti di altre *asset class*, pertanto offrono un'ottima opportunità di diversificazione dei portafogli. Inoltre, si constata una bassa correlazione tra i sotto-settori delle infrastrutture differenziati per ambito (Energia, Salute, Telco, etc.), tecnologie/servizi adottati in ciascun ambito, fase del progetto (Sviluppo "Greenfield" vs Operativo "Brownfield"), strumenti finanziari adottati (Equity, Debito Senior, Mezzanine), che determina il potenziale per la diversificazione all'interno della stessa *asset class*. Ciò rende le infrastrutture un *asset class* interessante anche in un portafoglio multi-comparto.

5. Opportunità di generare un impatto positivo sui Sustainable Global Development Goals (SDGs)

Gli investimenti in infrastrutture, e in particolar modo i progetti *Greenfield*, grazie alla loro classificazione all'interno degli investimenti definiti "eco-sostenibili" dal Regolamento Tassonomia, sono caratterizzati da una forte capacità di mitigazione degli impatti negativi sui cambiamenti climatici e sull'ambiente, in linea con quanto stabilito dall'Accordo di Parigi del 2015. Inoltre, gli investimenti in tale *asset class* hanno la possibilità di contribuire sostanzialmente al raggiungimento dei cosiddetti "Obiettivi di Sviluppo Sostenibile" promossi dalle Nazioni Unite (o "Sustainable Global Development Goals" – *SGDs*) e in particolare:

- **Goal 7:** assicurare l'accesso a sistemi di energia economici, affidabili, sostenibili e moderni;
- **Goal 9:** costruire infrastrutture resilienti e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile;
- **Goal 11:** rendere le città e gli insediamenti umani inclusivi, sicuri, duraturi e sostenibili;
- **Goal 12:** garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo; promuovere la responsabilità ambientale e una maggiore consapevolezza delle problematiche ambientali;
- **Goal 13:** adottare misure urgenti per combattere i cambiamenti climatici e le sue conseguenze.

I fattori sopra descritti spiegano perché la previsione di allocazione degli investitori in tale *asset class* nel lungo termine sia in crescita nei prossimi anni. I dati Prequin dimostrano che il 66% degli investitori intervistati prevede una crescita delle allocazioni entro il 2025.



Fonte: Prequin Investor Survey, August 2020

Quali strategie può seguire un investitore istituzionale che decide di investire nell'asset class infrastrutture?

Le alternative attraverso le quali un investitore può decidere di approcciare l'asset class infrastrutture differiscono a seconda del tipo di governance che si cerca di ottenere.

In alcuni casi, soprattutto quando il loro livello di esperienza e competenza aumenta, gli investitori istituzionali possono decidere di investire direttamente in società di infrastrutture, oppure di investire insieme ai fondi come co-investitori, dotandosi di team interni specializzati e dedicati. Nella seguente tabella si riportano le possibili modalità di accesso agli investimenti in infrastrutture per gli investitori e i relativi pro e contra.

Investimento in fondi	Co-investimento	Investimento diretto
✓ Diversificazione anche con un taglio di investimento minimo	✓ Possibilità di investire grandi somme di capitali	✓ Completa discrezionalità nella selezione
✓ Cost sharing	✓ Accesso diretto agli investimenti nelle società	✓ Governance accresciuta
✓ Track record del team di gestione	✓ Fee più basse rispetto all'accesso tramite fondi	✓ Fee basse o potenzialmente inesistenti
✓ Accesso a deal flow privilegiato		
✓ Mandato predefinito risk-return	X Minore diversificazione	X Necessità di un team ampio e specializzato
X Commissioni da versare al gestore del fondo	X Necessità di expertise interna e di rapida reazione ai nuovi scenari	X Necessarie competenze di deal origination
Allocazione minima per raggiungere una corretta diversificazione		
€ 5 mln+	€50mln+	€ 500 mln+

Fonte: elaborazione propria da MIRA Europe Infrastructure Seminar

Si può anche privilegiare la scelta di investire in fondi operativi sul mercato secondario, cioè operatori specializzati nel rilevare quote di fondi infrastrutturali da investitori che, per varie ragioni, sono interessati a liquidarle. Questa strategia offre numerosi vantaggi in quanto la durata degli investimenti si riduce e le distribuzioni sono più ravvicinate, dal momento che i fondi di secondario acquistano posizioni in fondi di primario già avviati. Inoltre, si raggiungono anche i benefici della diversificazione in termini di gestori, anni di lancio (vintage), geografie, settori industriali, stadio di sviluppo, etc. Si può anche optare per una strategia di diversificazione attraverso l'investimento in fondi che investono in altri fondi (c.d. fondi di fondi). D'altra parte, tali scelte comportano una duplicazione delle fees di gestione.

In altri casi la diversificazione può essere ricercata per esposizioni geografiche. Per quanto riguarda le aree geografiche, da una recente indagine⁸ emerge che gli investitori europei, interrogati sull'attrattività, ritengono maggiormente attrattive l'Europa occidentale, l'America settentrionale e la regione dell'Oceania che comprende Australia, Nuova Zelanda e alcune vicine

⁸ Deloitte-Luiss, Gli investimenti in infrastrutture, 2018.

isole del Pacifico (anche detta regione dell’Australasia). All’interno dell’Europa occidentale, Germania, Scandinavia e Regno Unito rimangono i Paesi più attrattivi, principalmente in virtù della stabilità delle giurisdizioni, il volume dei *deal flow* e la conoscenza da parte degli investitori di queste regioni. C’è anche una ripresa dell’interesse verso Spagna e Italia, considerati di nuovo “open for business”. Tuttavia, dato l’aumento del focus degli investitori nei mercati ormai consolidati, i fondi infrastrutturali sono alla ricerca di opportunità di investimento anche in altre regioni, quali l’America centro-meridionale e la Cina. Diversamente, il mercato indiano sembrerebbe essere ancora poco attrattivo per gli investitori, alla pari del Medio Oriente e del continente africano.

O ancora, la diversificazione può avvenire per “tipologia” di infrastrutture (es. Core/core plus/value added). Nella seguente tabella si riporta un’esemplificazione delle caratteristiche delle differenti strategie.

CORE	CORE PLUS	VALUE ADDED
• Posizione di monopolio naturale • Asset maturi con rischi operativi potenzialmente più limitati • Quadro regolatorio chiaro e consolidato • Generazione di cassa positiva	• Caratteristiche simili alle Core, ma con livelli più alti di (i) correlazione al ciclo economico e (ii) rischio domanda • Contratti commerciali di durata medio-lunga per ridurre il rischio mercato • Gestione manageriale attiva per garantire efficienza operativa e/o crescita organica • Settore talvolta ancora in fase di <i>early-stage</i>, ma con barriere all’ingresso contro i nuovi <i>competitor</i>	• Settore in fase iniziale, ma con elevato potenziale di crescita della domanda • Elevato sforzo manageriale per guidare la fase di start-up • Possono richiedere lo sviluppo di nuove tecnologie • Necessità di investimenti iniziali • Asset sia <i>brownfield</i> (esistenti) che <i>greenfield</i> (principalmente in fase di sviluppo o costruzione)

Fonte: Pramerica SGR SpA website

Negli ultimi anni si è verificata un’evoluzione delle strategie legate all’asset class infrastrutture, attraverso una maggiore segmentazione e specializzazione dei gestori. Strategie Core, Core plus e Value added si sono quindi accompagnate a strategie globali con focus specifici settoriali o geografici.

Perché il comparto assicurativo può essere interessato ad investire nell’asset class infrastrutture?

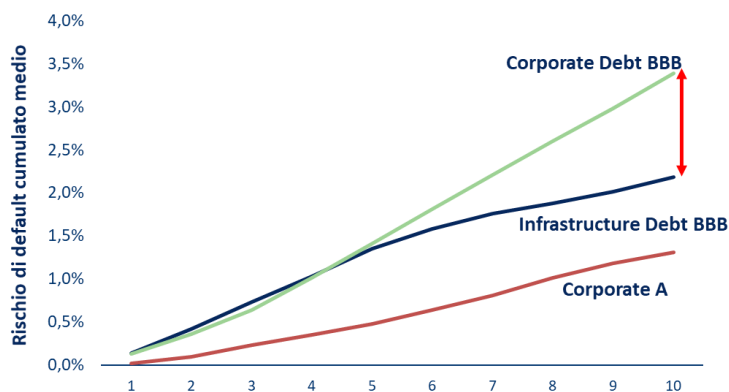
Il comparto assicurativo investe secondo logiche di *assets* e *liability management* quindi l’investimento in infrastrutture soddisfa l’esigenza di fare *matching* dei flussi di cassa attivi e passivi, tramite l’incasso di introiti costanti, indicizzato all’inflazione, tipici degli investimenti in infrastrutture tramite fondi specializzati che presentano profili di rischio-rendimento diversificati, ma comunque più attrattivi rispetto ai fondi di investimento di private equity o debt di tipo “corporate”.

- Gli investimenti *"Infrastructure" project asset-based* presentano - a parità di debt rating - un profilo di rischio default decisamente inferiore rispetto agli investimenti *"Corporate"* su orizzonte temporale di medio-lungo termine (5-10 anni)
- Il debito *project asset-based* infrastrutturale è caratterizzato da cash flow di progetto prevedibili, costanti, anti-ciclici e resilienti in caso di stress-test di mercato
- A conferma di detto ridotto profilo di rischio, Solvency II e il Regolamento CRR II consentono di applicare assorbimenti di capitale minori alle compagnie assicurative ed agli istituti bancari che investano tramite FIA in progetti qualificati e/o qualificabili come investimenti "infrastrutturali"

Elementi distintivi degli investimenti "Infrastrutturali"

Cash Flow stabili nel lungo termine e resilienti in caso di stress-test	Prevedibilità dei ricavi dei progetti
Migliori fondamentali del credito / spread del credito stabile	Bassi tassi di default
Mitigazione e gestione dei rischi (costruzione, tecnologici e ESG)	Protezione degli investimenti (Security Package)

Minore rischio di default in Investimenti Infrastructure BBB vs. Corporate BBB

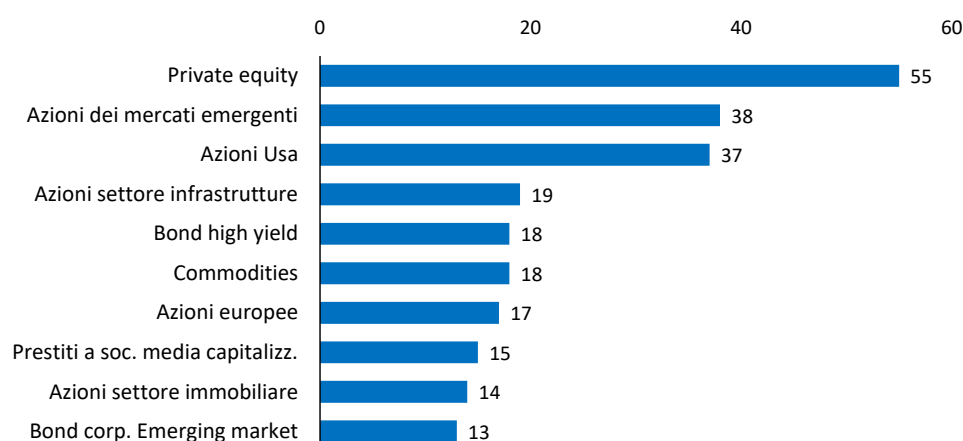


Fonte: elaborazione di ACP SGR / Prometeia SIM

Anche nelle aspettative indagate attraverso l'edizione 2021 della *Global Insurance Survey*, realizzata da Goldman Sachs asset management, dal titolo "Running the Risks", è emerso che attualmente gli assicuratori sono concentrati sulla ricerca di rendimento sia nei settori opportunistici del reddito fisso e delle azioni, sia nei "private asset".

Settori più promettenti secondo i 286 manager assicurativi globali che hanno partecipato all'indagine "Insurance Survey 2021" di Goldman Sachs am

Asset class che secondo il panel di Cfo e Cio avranno i più alti ritorni totali nei prossimi 12 mesi. In %



Nota: Classifica redatta in base alle risposte multiple del panel composto da 286 manager assicurativi globali che avevano la possibilità di indicare i tre settori con le migliori prospettive in termini di ritorni totali nei futuri 12 mesi (data rilevazione inizio marzo 2021)

Quali benefici prevede la normativa assicurativa per l'investimento in infrastrutture?

La normativa di riferimento è la direttiva Solvency II (2009/138 EC) che rappresenta il quadro normativo armonizzato per le compagnie assicurative europee. Tratta, in particolare, i requisiti quantitativi e le norme che disciplinano la valutazione delle attività e delle passività, nonché i requisiti patrimoniali che riflettono la quantità di capitale che l'investitore deve accantonare per ciascun investimento. Gli strumenti finanziari sono suddivisi in diverse categorie e a ogni categoria viene assegnata una percentuale specifica da mettere in relazione con il resto degli *assets*, al fine di determinare il capitale da accantonare a riserva. In breve, la logica è: più rischiosi sono gli *assets* in cui un'impresa assicurativa investe, maggiore sarà il rischio che possano perdere valore e, quindi, maggiore sarà il capitale da accantonare a riserva.

Se il fondo investe equity in progetti *asset-based* infrastrutturali *qualified*, il fattore di ponderazione SCR (*Solvency Capital Ratio*) da applicare è migliorativo e pari al 30% rispetto al 39% di investimenti "*corporate*"⁹; se il fondo investe in società infrastrutturali è pari al 39% in quanto si configura come equity di tipo 1 (art. 164, lett. b degli Atti Delegati). Se invece il fondo investe con strumenti di debito (*bonds e loans*) in progetti infrastrutturali, gode di un beneficio in termini di assorbimento di capitale, con un SCR (*solvency capital ratio*) per gli strumenti *unrated* pari a 13,35% contro il 23,50% in Fondi di *Private Debt Corporate* che investono in strumenti di pari *rating*.

Quale può essere il significato di sostenibilità applicato agli investimenti in infrastrutture?

Nel dibattito attuale, è opportuno introdurre una nuova dimensione, che riveste e rivestirà sempre più un ruolo centrale: la sostenibilità. Il significato letterale del termine, derivante dal termine inglese "*sustain*" ossia "mantenere nel tempo", indica la caratteristica di un investimento di collocarsi consapevolmente in un certo contesto con una prospettiva di lungo periodo. In un primo momento il concetto di sostenibilità si focalizzava esclusivamente sui temi ambientali ed ecologici, mentre oggi il termine ha assunto un nuovo significato, ampliando la sfera di interesse a caratteristiche non solo ambientali, ma anche sociali e di *governance* (i cosiddetti fattori ESG, "*Environmental, Social & Governance*").

Da una recente intervista del Ministro italiano per le Infrastrutture (Sole 24 ore -17 marzo 2021) emerge che il concetto di sostenibilità si è sensibilmente ampliato e ricopre un ruolo sempre più cruciale all'interno degli investimenti in infrastrutture. Tra i criteri indicati dal Ministro per qualificare un progetto come "sostenibile" vengono ricompresi, tra gli altri, gli "effetti positivi per la collettività non solo di tipo economico, ma anche ambientale e sociale; la resilienza e la compatibilità con il rispetto dell'ambiente; una *governance* efficace; e l'attenzione all'intero ciclo di vita dei materiali e delle risorse utilizzate". Si può dunque generalizzare che la sostenibilità è definibile come l'attitudine di un investimento (ad es. un'infrastruttura, un impianto produttivo, un sistema di trasporti, l'incentivazione di nuove fonti energetiche, etc...) **a considerare e rispettare il contesto economico, sociale ed ambientale nel quale si colloca** e a minimizzare il consumo di risorse naturali ed ambientali necessarie per le future generazioni, nonché a neutralizzare gli impatti negativi sui cambiamenti climatici in atto. In tale contesto, il ruolo della finanza può e deve essere ancora una volta cruciale, in quanto elemento in grado di selezionare e accelerare i progetti più sostenibili e ad impatto su ambiente, clima ed economia

⁹ Corretto per un fattore di aggiustamento (*symmetric adjustment*) (art. 164, lett. a degli Atti Delegati EU 2015/35 del 10 ottobre 2014).

reale. L'attenzione verso le tematiche di sostenibilità è in forte e costante crescita in tutti i paesi europei. I rischi posti dal cambiamento climatico, dal degrado ambientale e da altre questioni sociali hanno reso necessaria un'azione forte da parte delle istituzioni e hanno richiesto un maggiore sforzo da parte di tutti gli attori economici, compreso il settore finanziario.

Per questo, a marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile che prevede un contributo determinante del settore finanziario con particolare attenzione agli investimenti infrastrutturali, per il raggiungimento di tre obiettivi generali:

- riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;
- gestire i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali;
- promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.

Gli sviluppi più concreti del suddetto Piano sono stati declinati nelle due seguenti normative, che stanno cambiando sostanzialmente l'approccio degli operatori finanziari e le modalità, nonché i criteri di investimento:

- **Regolamento Tassonomia** (Regolamento UE 852/2020), la cui finalità è quella di creare un sistema di classificazione unificato a livello internazionale (tassonomia) su quelle che possono essere considerate attività economiche eco-sostenibili dal punto di vista ambientale;
- **Regolamento SFDR** (Regolamento UE 2088/2019), la cui finalità è quella di ridurre le asimmetrie informative tra operatori finanziari sui temi di sostenibilità e sulle modalità d'integrazione dei rischi ESG nei processi decisionali di investimento.

Quali capitoli del PNRR interesseranno maggiormente gli investimenti in infrastrutture?

Se il termine è inteso in senso lato, comprensivo delle infrastrutture materiali e immateriali, è probabile che si tratterà di una parte rilevante e probabilmente maggioritaria delle risorse complessive mobilitate dal PNRR, tenuto conto che anche una buona parte della quota del 37% riservata alla transizione energetica sarà destinata a infrastrutture (*in primis* le reti di trasporto dell'energia elettrica, del gas e, in prospettiva, dell'idrogeno necessarie per rendere possibile il progressivo mutamento del mix energetico verso un'economia decarbonizzata) e che una buona parte della quota del 20% destinata alla trasformazione digitale sarà a sua volta destinata alle infrastrutture di telecomunicazione.

Si ricorda che il PNRR si articola in **6 missioni**, qui di seguito elencate:

- digitalizzazione del Paese, innovazione del sistema produttivo e competitività;
- turismo, cultura, istruzione e ricerca;
- rivoluzione verde e transizione ecologica;
- infrastrutture per una mobilità sostenibile;
- inclusione e coesione;
- salute

e racchiude **140 progetti**, tra i quali si segnalano due, di maggiore interesse per il comparto infrastrutture:

- digitalizzazione, innovazione e competitività nel sistema produttivo;
- energia rinnovabile, idrogeno, rete e transizione energetica, e mobilità sostenibile.

Si precisa, inoltre, che l'erogazione dei fondi comunitari è subordinata all'implementazione di alcune **riforme**. In particolare, il Governo intende attuare quattro importanti riforme di contesto – pubblica amministrazione, giustizia, semplificazione della legislazione e promozione della concorrenza – oltre a quelle “settoriali” (ad es. autorizzazioni dei progetti sulle fonti rinnovabili) e a quelle “di accompagnamento” (fisco e ammortizzatori sociali).

Quali sono le proposte ai policy makers per agevolare gli investimenti in infrastrutture nel nostro Paese?

Alcune proposte riguardano il contesto normativo generale¹⁰:

- 1. Rendere permanenti le novità introdotte dal decreto semplificazioni del 2020** in via sperimentale o almeno prorogarne la vigenza fino al 2026.
- 2. Favorire un ricorso più ampio alle diverse forme di silenzio-assenso**, oggi in realtà largamente utilizzate solo per i progetti di modesto valore e, in generale, **ridurre la tempistica dei procedimenti amministrativi**. Si richiede l'introduzione di un obbligo della P.A. competente a rilasciare senza indugio una certificazione esplicita della formazione del silenzio-assenso, la facoltà del privato di sostituire l'attestazione con una dichiarazione sostitutiva dell'atto di notorietà riconoscendole analoga efficacia, la limitazione a sei mesi della facoltà dell'amministrazione di disporre l'annullamento in autotutela (salvi, ovviamente, i casi di silenzio-assenso formati sulla base di autocertificazioni mendaci).
- 3. Semplificare i procedimenti di valutazione di impatto ambientale**, in modo da assicurare che si concludano in tempi certi e brevi, prevedendo in caso di ritardi l'esercizio di poteri sostitutivi, ed eliminando il *gold plating* rispetto alle normative europee in materia.
- 4. Semplificare i procedimenti autorizzativi per favorire i repowering**, in modo da assicurare che si concludano in tempi certi e brevi e si valorizzi l'ammodernamento degli impianti rinnovabili in esercizio.
- 5. Coniugare in modo efficace semplificazione e digitalizzazione**. Le tecnologie digitali rendono possibile una radicale reingegnerizzazione dell'organizzazione, dei processi e dei prodotti delle amministrazioni pubbliche, che consenta di realizzare un forte miglioramento della qualità dei servizi e delle prestazioni ai cittadini e della stessa qualità della regolazione. Nel caso delle infrastrutture è, per esempio, evidente la necessità di assicurare, mediante l'assunzione di personale qualificato o la messa a disposizione di squadre di tecnici assunte a tempo determinato, la riqualificazione tecnica delle stazioni appaltanti.

¹⁰ Cfr. Il PNRR e gli investimenti infrastrutturali in Italia, a cura del prof. Franco Bassanini, op. cit.

6. Rafforzare **la certezza del diritto**, da intendersi come «affidabilità» dell'assetto regolatorio, **e la stabilità delle regole**, al contrario di quanto avviene di frequente nel nostro Paese attraverso l'approvazione di normative che comportano modifiche *in pejus* delle regole vigenti quando l'investimento è stato fatto, anche con effetto retroattivo. Si potrebbe prevedere l'istituzione di un meccanismo di garanzia pubblica contro il rischio regolatorio.
7. Sempre per attrarre gli investimenti privati, speciale rilevanza presenta la regolamentazione del partenariato pubblico privato (PPP). In UK, ma anche in Spagna e in Francia, ai PPP si fa ricorso ben più che in Italia, con risultati importanti sia in termini di tempi di esecuzione dei progetti infrastrutturali che di impatto sul fabbisogno e sul debito pubblico. Una **chiara ripartizione dei rischi tra pubblico e privato**, coerente con i principi Eurostat, è al riguardo fondamentale. Occorre dunque proseguire sulla strada imboccata dalla Ragioneria Generale dello Stato e dall'ANAC con le recenti Linee guida e il contratto standard per i PPP. In parallelo, andrebbe **incentivato il ricorso**, da parte delle amministrazioni pubbliche e in specie delle amministrazioni locali, **ai contratti di disponibilità**, anche prevedendo meccanismi di garanzia.
8. Inoltre, per promuovere l'investimento degli investitori istituzionali, occorre **rimodulare le regole che ancora penalizzano gli investimenti di lungo termine in questa asset class**, così come più in generale gli investimenti in economia reale **e altri asset illiquidi**. Si tratta sia di normative interne (come quelle sui vincoli di portafoglio di alcuni investitori istituzionali) sia di normative europee (Solvency II) o internazionali (quasi sempre recepite e attuate da normative europee, spesso più rigide di quelle emanate in altri Paesi, USA e Cina in primis: per es. Basilea III e CRD IV).
9. Promuovere lo sviluppo di **sistemi che consentano di avere view di lungo termine sui ricavi degli impianti rinnovabili**, le soluzioni possono essere molteplici come i) promulgamento degli attuali sistemi incentivanti erogati GSE, con apertura anche al fotovoltaico in aree agricole abbandonate e/o degradate oltre all'agrovoltaico su aree agricole produttive ii) reale sviluppo dei PPA *long term (power purchase agreement)* e/o *corporate PPA*.

Entrando nello specifico degli interventi che possono favorire gli investimenti in opere infrastrutturali, di seguito si riportano alcune proposte.

GRANDI OPERE INFRASTRUTTURALI: LA FIGURA DEL COMMISSARIO STRAORDINARIO

- Creazione della figura di un Commissario Straordinario, per ciascuna opera, che, munito di ampi poteri di gestione, possa velocizzare i passaggi dall'assegnazione al completamento dei lavori.
- Semplificare le procedure per l'individuazione degli affidatari delle opere.
- Applicazione del Codice del processo amministrativo per tali casi di affidamento. Il Codice disciplina alcuni casi di risarcimento del danno in luogo dell'annullamento dell'affidamento (art. 125, comma 3, C.p.a.).

Esempi di incertezze sono:

- L'applicazione del PAUR (provvedimento autorizzatorio unico regionale – art. 27-*bis* del D. Lgs n. 152/2006) che è stato implementato in modo differente tra le diverse Regioni
- In molte Regioni sono previste forti limitazioni per gli impianti di grossa taglia ed inoltre è presente il divieto di incentivazione degli impianti fotovoltaici su terreni agricoli
- Nei procedimenti autorizzativi si assiste al proliferare di pareri negativi del Ministero dei Beni Culturali, con possibile attivazione del procedimento di opposizione previsto dalla Legge n. 241/1990 (art. 14-*quinqüies*)

Si suggerisce di:

- individuare a monte le aree idonee per l'installazione degli impianti, così da accelerare l'iter autorizzativo
- prevedere una deroga all'applicazione dell'art. 14-*quinqüies* della Legge n. 241/1990 nei procedimenti autorizzativi per gli impianti da fonti rinnovabili

LIMITARE LA FRAMMENTAZIONE DEL DIRITTO ED ELIMINARE GLI OSTACOLI ALLO SVILUPPO DELLE FONTI RINNOVABILI

APPORTARE CERTEZZE IN TEMA DI CONTROLLI E SANZIONI DEL GESTORE SERVIZI ENERGETICI

- Adottare con sollecitudine il decreto MISE volto ad identificare le violazioni che danno luogo a decurtazione dell'incentivo (comma 5, lett. c-*bis* dell'art. 42 del D. Lgs n. 28/2011)
- Prevedere un intervento normativo volto a fornire un più chiaro ambito di applicazione del regime di cui all'art. 42, comma 3 del D. Lgs n. 28/2011 con specifico riferimento all'ipotesi di decadenza dagli incentivi solo al ricorrere dei presupposti di cui all'art. 21-*nonies* della Legge n. 241/1990 (autotutela)

CHIARIMENTI IN TEMA DI GOLDEN POWER NEL SETTORE DELLE INFRASTRUTTURE VIARIE (STRADE ED AUTOSTRADE)

Prevedere una più chiara definizione del concetto di «reti stradali e autostradali di interesse nazionale» posto che non c'è una norma che individua tale concetto ed al momento non appare così chiaro poter utilizzare la definizione data dal D.Lgs. 29 ottobre 1999, n. 461 e ss.mm.ii. (recante Individuazione della rete autostradale e stradale nazionale, a norma dell'articolo 98, comma 2, del decreto legislativo 31 marzo 1998, n. 112).

Dal confronto con le previsioni contenute nel PNRR trasmesso alle autorità europee a maggio 2021 emerge come alcuni degli spunti prospettati siano stati recepiti:

- **Tempistiche di autorizzazione e rischi di interruzioni:** sono positivamente menzionati nel PNRR. Sono già stati **nominati i Commissari straordinari** che presidieranno alcune opere infrastrutturali strategiche e sono stati identificati i principi di governance. Gli interventi vedranno una cabina di regia del Ministero dell'Economia e delle Finanze e un coordinamento degli enti territoriali, quindi un framework ad hoc. Peraltro, proprio in relazione al PNRR ed alla sua attuazione, il Decreto Legge n. 77/2021 (c.d. Decreto Semplificazioni Bis) si occupa di tale aspetto all'articolo 2, rubricato "*cabina di regia*", prevedendo l'istituzione presso la Presidenza del Consiglio dei ministri di una Cabina di regia, presieduta dal Presidente del Consiglio dei ministri, ed alla quale partecipano i Ministri e i Sottosegretari di Stato alla Presidenza del Consiglio dei ministri competenti in ragione delle tematiche affrontate; ed infatti, tale Cabina di regia esercita poteri di indirizzo, impulso e coordinamento generale sull'attuazione degli interventi del PNRR.

- In merito al **settore autostradale** (in particolare al problema legato all'art. 35 del Milleproroghe) non vi sono, attualmente, specifici riferimenti nel PNRR che si concentra soprattutto sul tema della viabilità ferroviaria. Tuttavia, vi potrebbero essere interventi a seguito del vaglio delle autorità europee, in particolare la Commissione Europea rispetto ad eventuali procedure di infrazione.
- **Certezza normativa e rapidità del procedimento amministrativo:** il PNRR cerca di migliorare la situazione esistente, anche attraverso la digitalizzazione. Il Decreto Legge n. 77/2021 (c.d. Decreto Semplificazioni Bis) apporta alcune modifiche alla legge n. 241/1990, ovvero alla legge che contiene le norme in materia di procedimento amministrativo. Tali novità sono volte, nell'intenzione del legislatore, a conferire maggiore rapidità e certezza al procedimento amministrativo. Innanzitutto, l'art. 61 (modifiche alla disciplina del potere sostitutivo) del decreto in questione contempla la possibilità che il potere sostitutivo in caso di inerzia della P.A. possa essere attribuito, non solo ad un soggetto nell'ambito delle figure apicali, ma anche ad una unità organizzativa. Inoltre, in tema di silenzio assenso, l'art. 20 della legge n. 241/1990 viene modificato dall'art. 62 del Decreto Legge n. 77/2021 con l'inserimento del comma 2-bis il quale prevede che, nei casi in cui il silenzio equivalga a provvedimento di accoglimento, l'amministrazione è tenuta a rilasciare, su richiesta del privato ed in via telematica, un'attestazione circa il decorso dei termini del procedimento e pertanto dell'intervenuto accoglimento della domanda. Decorso inutilmente 10 giorni dalla domanda, l'attestazione è sostituita da una dichiarazione sostitutiva dell'atto di notorietà del privato. Rilevante è poi la modifica concernente i termini per l'annullamento d'ufficio in via di autotutela sugli atti della P.A. il c.d. Decreto Semplificazione Bis, infatti, modificando l'art. 21-nonies della legge n. 241/1990, porta il termine per l'esercizio del suddetto istituto da 18 mesi a 12 mesi.

Infine, il Decreto Legge n. 77/2021 si occupa di digitalizzazione e, specificamente all'art. 43 rubricato "*disposizioni urgenti in materia di digitalizzazione e servizi informatici*" del ministero delle infrastrutture e della mobilità sostenibili. Quello della digitalizzazione è peraltro un tema molto ricorrente nell'ambito del PNRR, con svariati miliardi di euro destinati alla digitalizzazione della P.A. I 4 progetti della "missione digitalizzazione" riguardano: Modernizzazione e digitalizzazione della PA, Innovazione organizzativa, lavoro agile e capitale umano della PA, Innovazione organizzativa della Giustizia, Tecnologie e pagamenti digitali.

- **Frammentazione normativa a livello regionale:** il superamento è previsto dal PNRR attraverso un coordinamento regionale su aree su cui si possono sviluppare progetti, uniformando il framework di riferimento (tale aspetto influirà positivamente soprattutto per lo sviluppo delle rinnovabili). Infatti, la *Riforma 1.1 della Missione 2 (Sotto-missione M2C2.1)* del PNRR si pone, *inter alia*, i seguenti obiettivi: (i) omogeneizzazione delle procedure autorizzative su tutto il territorio nazionale; (ii) semplificazione delle procedure per la realizzazione di impianti di generazione di energia rinnovabile off-shore; (iii) semplificazione delle procedure di impatto ambientale; (iv) condivisione a livello regionale di un piano di identificazione e sviluppo di aree adatte a fonti rinnovabili. Al fine di raggiungere tali ambiziosi obiettivi, la *Riforma 1.1* prevede fra le altre le seguenti azioni normative: (i) la creazione di un quadro normativo semplificato e accessibile per gli impianti FER, in continuità con quanto previsto dal Decreto Semplificazioni; e (ii) l'emanazione di una disciplina, condivisa con le Regioni e

le altre Amministrazioni dello Stato interessate, volta a definire i criteri per l'individuazione delle aree idonee e non idonee all'installazione di impianti di energie rinnovabili di potenza complessiva almeno pari a quello individuato dal PNIEC, per il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo delle fonti rinnovabili.

- **Assenza di framework normativo e temi di controllo del GSE** (scarsa certezza sui poteri sanzionatori): si attende un decreto del MISE che identifichi le violazioni rilevanti che possono decurtare le tariffe in merito agli impianti incentivati. L'art. 42, comma 3, del D.Lgs. n. 28/2011 rubricato "*Controlli e sanzioni in materia di incentivi*" è stato oggetto, sulla carta, di una rilevante modifica normativa (introdotta dall'art. 13-bis, comma 1, lett. a), D.L. 3 settembre 2019, n. 101, convertito, con modificazioni, dalla L. 2 novembre 2019, n. 128) con significativi impatti sui poteri sanzionatori e di controllo del GSE. In particolare, secondo la vigente formulazione, "[...] al fine di salvaguardare la produzione di energia da fonti rinnovabili, l'energia termica e il risparmio energetico, conseguente agli interventi di efficientamento, degli impianti che al momento dell'accertamento della violazione percepiscono incentivi, il GSE dispone la decurtazione dell'incentivo in misura ricompresa fra il 10 e il 50 per cento in ragione dell'entità della violazione" (mentre la precedente disciplina - introdotta dalla Legge di Bilancio 2018 - prevedeva una riduzione tra il 20% e l'80%). Sennonché la piena operatività di tale disposizione discende dall'adozione di un decreto ministeriale (da adottarsi a cura del MISE) che dovrà individuare le singole fattispecie di violazione della normativa con la relativa risposta sanzionatoria, al fine appunto di discernere tra violazioni che danno luogo alla revoca degli incentivi e violazioni che comportano una "mera" decurtazione degli stessi. Ad oggi però tale decreto ministeriale non è stato ancora adottato. Per quanto il PNRR non contenga previsioni specifiche al riguardo, cosa che appare peraltro ragionevole tenendo conto della natura e missione del PNRR stesso, va segnalato come la stampa specializzata abbia nelle ultime settimane evidenziato l'emanazione di tale decreto in tempi brevi, come peraltro sottolineato anche da alcuni esponenti del Governo.
- **Golden power:** rimangono incertezze sulla definizione di strade "di interesse nazionale" che andrebbe meglio specificata. Il PNRR non si sofferma su tali aspetti, dovendosi peraltro evidenziare come, in termini generali, a livello di infrastrutture e mobilità il ruolo di protagonista è del settore ferroviario al quale è dedicata la quasi totalità delle risorse della Missione 3 (*Infrastrutture per una mobilità sostenibile*).
- **Agrovoltaico:** rimangono incertezze sulla definizione di "agrovoltaico".

Hanno contribuito alla realizzazione della presente Guida: Infrastructure & Private Debt Team di Alternative Capital Partners SGR S.p.A., Ambienta SGR, Amundi, Ania, Ardian Italy, Studio Legale associato ad Ashurst LLP che ha curato gli aspetti legali, Dea Capital, Eos Energy, Equiter – Investimenti per il Territorio, Fondo Italiano per l'Efficienza Energetica SGR, GAM SGR, Green Arrow Capital SGR, Hope, Macquarie, Team di Marsh, Ream SGR, Tages Capital SGR.

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt

