



**CONSIGLIO  
DELL'UNIONE EUROPEA**

**Bruxelles, 6 gennaio 2014  
(OR. it)**

**5020/14**

---

**Fascicolo interistituzionale:  
2011/0301 (COD)**

---

**ECOFIN 4  
COMPET 1  
TRANS 1  
RECH 3  
ENER 2  
ENV 1  
TELECOM 2  
ECO 1**

**NOTA DI TRASMISSIONE**

---

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea
Data:	20 dicembre 2013
Destinatario:	Uwe CORSEPIUS, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	COM(2013) 929 final
Oggetto:	RELAZIONE DELLA COMMISSIONE RELAZIONE INTERMEDIA SULLA FASE PILOTA DELL'INIZIATIVA PRESTITI OBBLIGAZIONARI DI EUROPA 2020 PER IL FINANZIAMENTO DI PROGETTI

---

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2013) 929 final.

---

All.: COM(2013) 929 final



Bruxelles, 19.12.2013  
COM(2013) 929 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE**

**RELAZIONE INTERMEDIA SULLA FASE PILOTA DELL'INIZIATIVA PRESTITI  
OBBLIGAZIONARI DI EUROPA 2020 PER IL FINANZIAMENTO DI PROGETTI**

## **RELAZIONE INTERMEDIA SULLA FASE PILOTA DELL'INIZIATIVA PRESTITI OBBLIGAZIONARI DI EUROPA 2020 PER IL FINANZIAMENTO DI PROGETTI**

### **1. CONTESTO**

Scopo della presente relazione intermedia (in appresso “la relazione”) al Parlamento europeo e al Consiglio, richiesta dal regolamento (UE) n. 670/2012, è valutare i progressi della fase pilota dell’iniziativa Prestiti obbligazionari di Europa 2020 per il finanziamento di progetti (PBI), un meccanismo di condivisione del rischio creato dalla Commissione europea (CE) e dalla Banca europea per gli investimenti per consentire alle imprese che intendono realizzare i progetti di emettere prestiti obbligazionari tali da attrarre gli investitori del mercato dei capitali di debito nel settore delle reti transeuropee dei trasporti (TEN-T) e dell’energia (TEN-E) e nel settore delle reti di telecomunicazione e a banda larga.

Visto il notevole lasso di tempo necessario per lanciare uno strumento innovativo di questa entità nonché per preparare, aggiudicare e concludere nuovi progetti infrastrutturali, il bilancio dell’UE ha assegnato 230 milioni di EUR<sup>1</sup> alla fase pilota della PBI per consentire alle parti interessate di acquisire dimestichezza con il nuovo strumento attraverso operazioni concrete durante una fase pilota iniziale. Nel corso della fase pilota<sup>2</sup>, iniziata il 7 novembre 2012, i progetti possono essere approvati dalla BEI fino al 31 dicembre 2014 e devono raggiungere la chiusura finanziaria entro il 31 dicembre 2016. Si arriverà alla piena operatività nell’ambito del meccanismo per collegare l’Europa (CEF), che fa parte del quadro finanziario pluriennale (QFP) 2014-2020.

La presente relazione, redatta in collaborazione con la BEI, riguarda il primo periodo di dodici mesi, da novembre 2012 a novembre 2013, e illustra i progressi compiuti in termini di approvazione e finanziamento dei progetti. La relazione analizza gli insegnamenti tratti durante la fase pilota e evidenzia le sinergie e le economie di scala che potrebbero essere ottenute nell’ambito del CEF. Per potenziare il ruolo del CEF si potrebbero creare sinergie combinando sovvenzioni e strumenti finanziari quali la PBI, lo strumento di garanzia del prestito per progetti della rete transeuropea dei trasporti (LGTT) e le azioni di sostegno ai programmi.

La relazione tiene conto dei primi risultati di una valutazione esterna indipendente, che analizza i risultati della PBI in relazione agli obiettivi strategici e al finanziamento sui mercati dei capitali in un contesto più ampio e che sarà ultimata nel primo trimestre del 2014. Nel 2015 è inoltre prevista una valutazione indipendente della fase pilota, che darà un quadro più completo dell’efficacia e dell’efficienza dell’uso dei fondi UE.

---

<sup>1</sup> TEN-T 200 milioni di EUR, TEN-E 10 milioni di EUR, TIC 20 milioni di EUR.

<sup>2</sup> Regolamento 670/2012, GU L 204 del 31.7.2012, pag. 1.

## **2. CONTESTO POLITICO**

L'importanza degli investimenti infrastrutturali per il futuro potenziale di crescita e per l'occupazione rimane invariata. Progetti infrastrutturali economicamente e finanziariamente solidi possono avere un notevole effetto anticiclico, migliorare la produttività e favorire la creazione di posti di lavoro. Al tempo stesso, le infrastrutture volte a migliorare l'accesso al mercato promuovono la competitività dell'Europa.

Per affrontare le sfide connesse all'attuazione della strategia Europa 2020, l'Europa ha bisogno di un volume consistente di investimenti infrastrutturali e di modalità di finanziamento diversificate. Basandosi sul fabbisogno d'investimento degli Stati membri, la CE ha calcolato che nel periodo 2011-2020 occorrerà 1 trilione di EUR nei settori TEN-T, TEN-E e TIC.

Il processo di risanamento dei bilanci degli Stati membri dell'UE in atto da qualche anno ha inciso sugli investimenti nelle infrastrutture pubbliche e sulla preparazione delle riserve di progetti (*pipeline*). Gli stanziamenti di bilancio dell'UE nell'ambito del CEF contribuiranno a coprire il fabbisogno di finanziamenti per collegare le reti dei trasporti e dell'energia e diffondere le infrastrutture a banda larga ad alta velocità in tutta l'UE<sup>3</sup>. La partecipazione del settore privato al finanziamento a lungo termine di questi progetti rimane tuttavia indispensabile.

La PBI è solo una delle azioni strategiche intraprese dalla CE per affrontare le sfide suddette. Il suo impatto dovrebbe essere accentuato grazie al seguito del Libro verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea previsto per il primo trimestre del 2014, alle riforme della regolamentazione dei mercati finanziari, nonché alla stabilità del contesto macroeconomico globale e alla stabilità normativa a livello settoriale.

In questo ambito, la PBI ha potuto fungere da catalizzatore rafforzando il mercato degli investimenti infrastrutturali. Nel 2013 sono riemerse sul mercato diverse soluzioni per il finanziamento obbligazionario dei progetti senza il sostegno del bilancio UE. L'iniziativa si inserisce anche perfettamente nel dibattito internazionale in sede di G20 e di OCSE volto a fare delle infrastrutture una categoria di attivi a parte e nei lavori del gruppo di esperti ad alto livello creato dal Consiglio, che a novembre 2013 ha completato una relazione sul finanziamento delle PMI e delle infrastrutture.

## **3. ANDAMENTO DEL MERCATO DAL 2011**

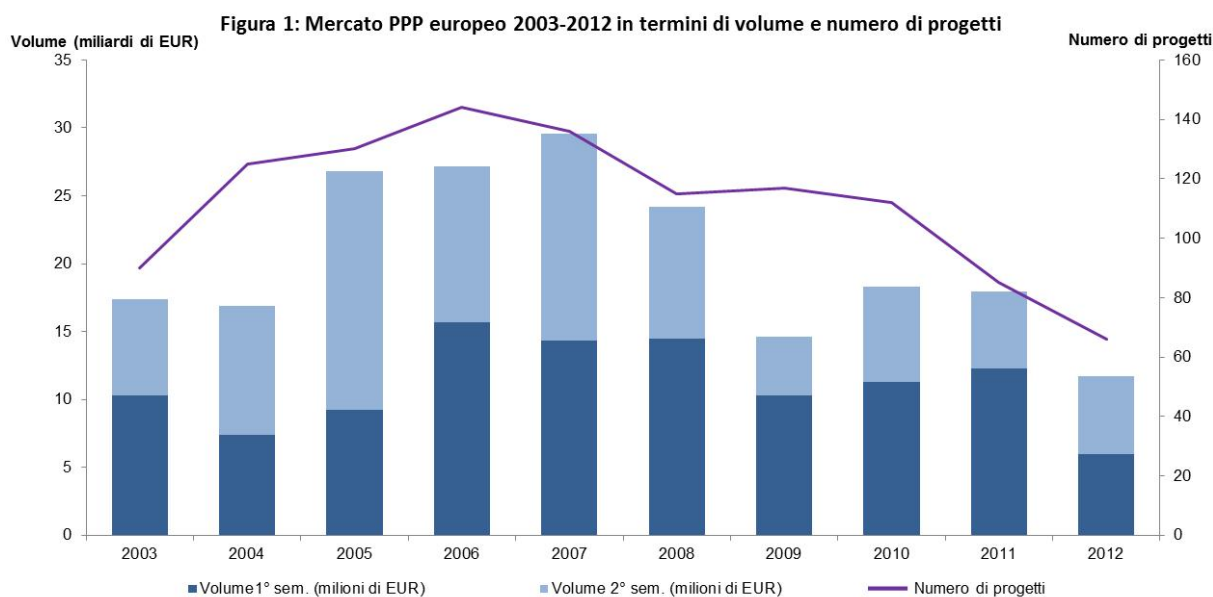
Gli investimenti infrastrutturali in Europa sono in declino dal 2007 a causa della diminuzione degli investimenti pubblici e privati in questo comparto. Nel settore pubblico, questo è dovuto a vincoli di bilancio che hanno imposto di rivedere le future priorità di spesa e i piani

---

<sup>3</sup> Nel caso dei progetti di natura economica sostenuti mediante aiuti di Stato, gli Stati membri sono tenuti a garantire che i piani di aiuti siano notificati in anticipo o che siano ammissibili a norma del regolamento generale di esenzione per categoria.

infrastrutturali. Il settore privato avrebbe dovuto integrare gli investimenti pubblici, ma l'incertezza economica e finanziaria ha indotto i promotori a sospendere i progetti in settori quali l'energia e le TIC/la banda larga, dove occorrono investimenti di grande entità per potenziare le reti e che dipendono in larga misura dai finanziamenti privati.

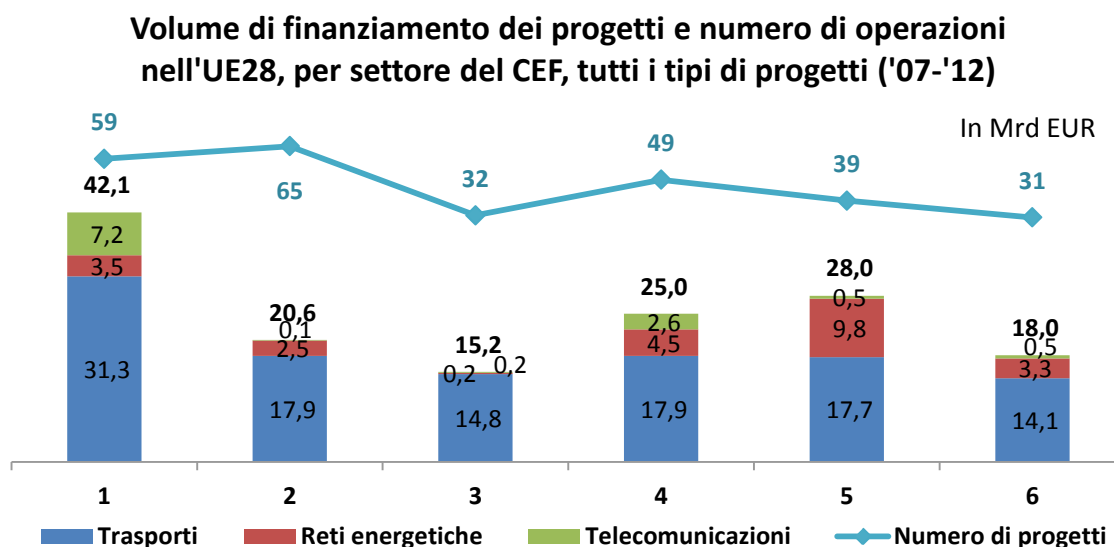
Come risulta dalla figura 1, i finanziamenti privati di infrastrutture nell'UE (il parametro utilizzato sono i finanziamenti dei progetti PPP) non sono ancora tornati ai livelli pre-crisi di 25-30 miliardi di EUR, che erano comunque insufficienti per coprire il fabbisogno di infrastrutture dell'UE. Questo è dovuto in parte al calo dell'attività degli assicuratori monoline. Dopo una ripresa parziale nel 2010 e nel 2011, il valore delle operazioni nell'ambito di PPP che hanno raggiunto la chiusura finanziaria in Europa nel 2012 ammontava complessivamente a 11,7 miliardi di EUR, corrispondenti a una diminuzione del 35% rispetto al 2011 (17,9 miliardi di EUR) e al valore più basso registrato dal 2003. La diminuzione del volume dei progetti PPP e dei finanziamenti destinati ai progetti rispecchia in primo luogo il carattere limitato della riserva di progetti e della loro preparazione e in secondo luogo la mancanza di finanziamenti a lungo termine in determinati settori e paesi colpiti dalla crisi finanziaria.



Fonte: EPEC.

Un esame più globale del mercato per settore del CEF evidenzia un declino dei finanziamenti infrastrutturali da 28 miliardi di EUR nel 2011 a 18 miliardi di EUR nel 2012 e una diminuzione delle operazioni. Il settore dei trasporti ha beneficiato di progetti per un valore di 14,1 miliardi di EUR, contro 3,3 miliardi di EUR per le reti dell'energia e 0,5 miliardi di EUR per il settore delle telecomunicazioni.

Grafico 2



Nella prima metà del 2013, l'attività dei settori del CEF nell'UE28 è aumentata del 33% in termini di volume, passando da 9,2 miliardi di EUR nel primo semestre del 2012 a 12,2 miliardi di EUR nel primo semestre del 2013. Il numero di operazioni è lievemente diminuito (12 contro 15) e nel 2013 l'entità media delle operazioni (1,0 miliardi di EUR) ha superato del 66% quella registrata nel 2012 (0,6 miliardi di EUR). Ciò è dovuto principalmente alle numerose operazioni di rifinanziamento di grande entità realizzate nel 2013 (Open Grid Europe, Brebemi Toll Road).

Le banche continuano a rivedere i propri modelli aziendali. Alcune sono disposte a riprendere l'erogazione di credito ai progetti, anche se con scadenze più ravvicinate rispetto al periodo precedente la crisi, mentre altre stanno sviluppando la capacità di promuovere e attuare convenzioni di finanziamento dei progetti in risposta al previsto potenziamento del ruolo degli investitori istituzionali. C'è chi considera questi sviluppi un segno di ripresa dei finanziamenti bancari. Secondo le nostre stime, tuttavia, le banche non erogheranno il volume di prestiti necessario per coprire il fabbisogno di infrastrutture dell'UE.

Se non saranno sviluppate fonti di finanziamento alternative si rischia, una volta superata la crisi finanziaria, una limitazione della spesa infrastrutturale quale mezzo per favorire la crescita e l'occupazione future. In tale contesto, si è assistito alla comparsa di un gran numero di compagnie di assicurazioni e fondi per i crediti infrastrutturali in grado di investire in debiti senior o subordinati nell'ambito di operazioni primarie e secondarie. Alcune compagnie di assicurazioni hanno costituito al loro interno équipe specializzate nei finanziamenti infrastrutturali per rafforzare la propria presenza sul mercato, mentre altre operano attraverso conti amministrati. In diversi casi le prime operazioni sono state chiuse, anche se si tratta per la maggior parte di progetti di infrastrutture sociali del Regno Unito relativamente semplici e di modesta entità (come le residenze universitarie), finanziati da investimenti privati anziché

da obbligazioni pubbliche. Diverse operazioni di minore entità a livello locale sono investimenti greenfield, mentre le operazioni di maggiore entità a livello nazionale consistono spesso in rifinanziamenti e in investimenti brownfield.

Concludendo, ferma restando l'importanza dei finanziamenti bancari tradizionali, vi è la possibilità per questi e altri nuovi operatori sul mercato di promuovere il finanziamento privato di progetti infrastrutturali attraverso il mercato dei capitali di debito. Questo è un obiettivo fondamentale della PBI.

#### **4. FINALITÀ DELL'INIZIATIVA PRESTITI OBBLIGAZIONARI PER IL FINANZIAMENTO DI PROGETTI**

La PBI è stata concepita come strumento concreto per contribuire alla ripresa economica post-crisi. Il suo obiettivo principale è duplice:

- incentivare gli investimenti in progetti di interesse europeo nei settori transeuropei dei trasporti, dell'energia e della banda larga con un chiaro valore aggiunto dell'UE, contribuendo quindi a riportare gli investimenti ai livelli precedenti alla crisi, e
- promuovere una maggior partecipazione degli investitori istituzionali al finanziamento a lungo termine di progetti economicamente solidi in questi settori attingendo al mercato dei capitali di debito.

La PBI mira a integrare le fonti esistenti di finanziamento di progetti e a offrire un'alternativa credibile attraverso altre fonti di finanziamento mediante obbligazioni (banche e fondi di debito emergenti). Oltre ad ampliare la gamma delle fonti di finanziamento disponibili, questo permetterebbe di intervenire in situazioni di finanziamento non ottimali e di migliorare le condizioni di finanziamento. Il fine ultimo della PBI è rendere le infrastrutture più attraenti per gli investitori del settore privato.

Il supporto di credito ai prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti (PBCE) fornito dalla BEI attraverso la PBI intende colmare il divario tra il basso merito di credito che caratterizza generalmente i progetti infrastrutturali a finanziamento privato e il merito di credito più elevato a cui puntano gli investitori. In tal modo si amplierebbero le fonti di finanziamento, si sosterebbe la durata degli investimenti e si ridurrebbero i costi di finanziamento. Il PBCE può essere fornito tramite:

- uno strumento finanziato, consistente in una quota di debito subordinato (cioè un prestito diretto al progetto da rimborsare solo dopo il rimborso delle obbligazioni senior), oppure
- uno strumento non finanziato, consistente in una linea di credito contingente che, una volta attivata, si converte in un prestito subordinato.

Il PBCE mira all'emissione di obbligazioni con un merito di credito singola *A investment grade*, che possano essere acquistate dalla maggior parte degli investitori istituzionali. Anche

se alcuni investitori istituzionali sono attualmente disposti ad assorbire un rischio maggiore attraverso l'acquisizione di quote di obbligazioni mezzanine, rimangono validi gli obiettivi della PBI consistenti nell'attrarre una massa critica di investitori sul mercato, aumentare la standardizzazione e contribuire allo sviluppo di un mercato più maturo.

Il PBCE copre i rischi specifici dei progetti durante le fasi di costruzione e di attività fornendo liquidità supplementari per migliorare il profilo finanziario in risposta a eventi imprevisti. Il PBCE migliora il rating creditizio delle obbligazioni perché il suo rango è superiore a quello degli investitori in equity ma è inferiore a quello degli investitori in obbligazioni.

Il contributo dell'UE allo strumento Prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti serve ad assorbire in parte il rischio supplementare che rappresentano per la BEI le operazioni anormalmente rischiose coprendo le prime perdite sul portafoglio di progetti entro un limite massimo. Questo consente alla BEI di sostenere più operazioni di quanto non potrebbe fare in condizioni normali. I progetti devono conformarsi agli orientamenti dell'Unione che definiscono criteri di ammissibilità in ciascuno dei tre settori, generare flussi di cassa stabili e sufficientemente elevati nonché essere economicamente solidi e tecnologicamente fattibili.

## 5. RISULTATI

La fase pilota della PBI, iniziata dodici mesi fa, consente l'approvazione dei progetti da parte del consiglio dei governatori della BEI fino alla fine del 2014 e la chiusura finanziaria fino alla fine del 2016.

Finora il consiglio dei governatori della BEI ha approvato otto progetti nel campo dell'energia e dei trasporti ammissibili al PBCE in diversi Stati membri dell'UE. La BEI ha inoltre dimostrato la fattibilità dei prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti fornendo un supporto di credito alle obbligazioni per due dei progetti approvati (di cui solo uno è stato sostenuto dall'UE per problemi di bilancio), mentre un altro dovrebbe essere firmato prossimamente.

### 5.1. Progetti approvati dalla BEI

I progetti spaziano dalle autostrade in diversi Stati membri a connessioni di rete a impianti eolici offshore in Germania e nel Regno Unito e a impianti di stoccaggio del gas in Italia e in Spagna. La BEI sta lavorando attivamente su una riserva di progetti attuabili nel settore della banda larga.

**Tabella 1:**

Settore	Progetto	Paese	Entità prevista dello strumento di supporto di credito (milioni di EUR)
TEN-T	Autostrada	Belgio	150
TEN-T	Autostrada	Germania	120
TEN-T	Autostrada	Regno Unito	200
TEN-E	Connessioni alla rete di diversi impianti eolici offshore	Regno Unito	150
TEN-E	Stoccaggio del gas	Spagna	200
TEN-E	Stoccaggio del gas (1)	Italia	200
TEN-T	Autostrada	Slovacchia	200
TEN-E	Connessioni alla rete di diversi impianti eolici offshore	Germania	170



<b>Totale approvato</b>			<b>1 390</b>
-------------------------	--	--	--------------

(1) subordinatamente alla disponibilità di finanziamenti dell'UE.

Potranno essere aggiunti all'elenco anche altri progetti approvati dal consiglio dei governatori della BEI entro la fine del 2014.

La fase pilota può fornire strumenti di supporto del credito pari a circa tre volte il contributo di 230 milioni di EUR del bilancio dell'UE, vale a dire circa 700 milioni di EUR, sostenendo in definitiva volumi di debito senior pari a circa 15-20 volte il contributo del bilancio dell'UE.

Gli strumenti subordinati per gli otto progetti approvati superano i 700 milioni di EUR ma è probabile che l'uso effettivo sia più limitato, perché un prestito obbligazionario per il finanziamento di progetti dotato di PBCE costituisce in genere una delle tante possibilità di finanziamento offerte all'impresa che attua il progetto e/o all'autorità di emissione. Le autostrade nel Regno Unito e in Slovacchia, ad esempio, saranno finanziate senza PBCE in quanto, per motivi specifici connessi a questi progetti, il rating dei progetti è bastato a mobilitare fondi sul mercato obbligazionario senza bisogno dei rating più elevati assicurati dal PBCE. Si ritiene tuttavia che l'esistenza del PBCE quale possibilità di finanziamento supplementare abbia contribuito a mantenere le tensioni sui prezzi per questi due progetti, assicurando che il risultato finale sia economicamente conveniente per l'amministrazione aggiudicatrice.

## **5.2. Prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti sostenuti dalla BEI**

La BEI ha sostenuto l'emissione di un'obbligazione di 1,4 miliardi di EUR per l'impianto di stoccaggio di gas Castor<sup>4</sup> senza ricorrere al bilancio dell'UE, in quanto l'importo necessario per il contributo dell'UE superava la dotazione disponibile.

### **Il primo prestito obbligazionario per il finanziamento di progetti**

Il primo prestito obbligazionario per il finanziamento di progetti (valore di 1,4 miliardi di EUR con scadenza a dicembre 2034) è stato lanciato a luglio 2013 con una cedola di 5,756 e uno spread di 100 punti base rispetto ai titoli di Stato spagnoli. Le obbligazioni hanno finanziato la costruzione e il funzionamento dell'impianto di stoccaggio sotterraneo del gas e delle infrastrutture connesse al largo della costa mediterranea spagnola. Standard & Poor's ha assegnato alle obbligazioni un rating "BBB".

Sui 30 investitori, oltre il 60% delle obbligazioni è andato a assicuratori e fondi pensioni, mentre il resto è stato suddiviso tra agenzie, gestori di fondi e banche (solo il 4%). Gli investitori erano diversificati dal punto di vista geografico, con quote praticamente equivalenti per Germania, Francia, Spagna, Italia, Regno Unito e Lussemburgo.

Il prestito obbligazionario è stato emesso da Watercraft Capital, una società veicolo con sede a Lussemburgo che concede in prestito i fondi ottenuti all'impresa responsabile del progetto per rifinanziare i prestiti con scadenze più ravvicinate da essa contratti per finanziare la costruzione dell'impianto di stoccaggio del gas. L'impresa responsabile del progetto disporrà quindi di finanziamenti più adatti alla sua concessione trentennale.

per il progetto Greater Gabbard OFTO nel Regno Unito, riguardante le installazioni di trasmissione elettrica che collegano impianti eolici offshore di 500 MW alla rete onshore del

<sup>4</sup> Il progetto era subordinato all'esito di una valutazione dell'impatto ambientale, che è stata approvata dall'autorità competente spagnola nel 2009. In seguito all'attività sismica verificatasi nella regione a settembre 2013, le autorità spagnole hanno deciso di realizzare studi tecnici supplementari sull'impatto del progetto.

Regno Unito. Questo è il primo progetto di trasmissione offshore (OFTO) da finanziare attraverso i mercati dei capitali. Avendo beneficiato di un PBCE non finanziato di circa 46 milioni di GBP, l'emissione ha ricevuto da Moodys un rating A3, con un rendimento molto competitivo di 125 punti base superiore ai titoli di Stato. Il PBCE è stato fornito con il sostegno del bilancio UE e ha utilizzato integralmente i 10 milioni di EUR disponibili per progetti energetici durante la fase pilota.

#### **Il progetto Greater Gabbard OFTO raggiunge la chiusura finanziaria**

Il progetto Greater Gabbard di trasmissione offshore (OFTO) di 504 MW ha raggiunto la chiusura finanziaria il 27 novembre 2013. La licenza OFTO, concessa da Ofgem, l'ente regolatore dei mercati dell'elettricità e del gas nel Regno Unito, autorizza l'impresa responsabile del progetto a possedere e gestire le installazioni per un periodo di 20 anni ricevendo in cambio introiti in funzione delle disponibilità. Il valore dell'installazione pienamente operativa è di circa 350 milioni di GBP, che l'impresa responsabile del progetto finanzia in parte attraverso l'emissione di un prestito obbligazionario per il finanziamento di progetti.

Per sostenere il finanziamento della transazione è stato emesso un titolo di Stato di 305 milioni di GBP, che frutta una cedola fissa del 4,137% e giunge a maturazione il 29 novembre 2032.

Moody ha assegnato all'emissione un rating provvisorio A3, con outlook stabile, che, secondo l'agenzia, rifletteva il supporto di credito fornito dalla PBI. I finanziatori del progetto hanno fornito complessivamente 46 milioni di GBP di equity.

Questo è il primo ciclo del progetto OFTO di dimensioni sufficienti per attirare l'interesse dei mercati dei capitali. Questi finanziamenti sono stati considerati a lungo una buona soluzione per il settore OFTO, perché la tariffa pagata all'operatore è legata all'indice dei prezzi al dettaglio e il 90% del reddito è garantito.

Le due operazioni suddette dovrebbero essere seguite dall'intero progetto relativo all'autostrada A11 in Belgio entro la fine del 2013 o l'inizio del 2014. L'operazione sarà sostenuta anche dal bilancio UE e fornirà un ulteriore parametro di riferimento in termini di potenziale di investimento e livelli di prezzo.

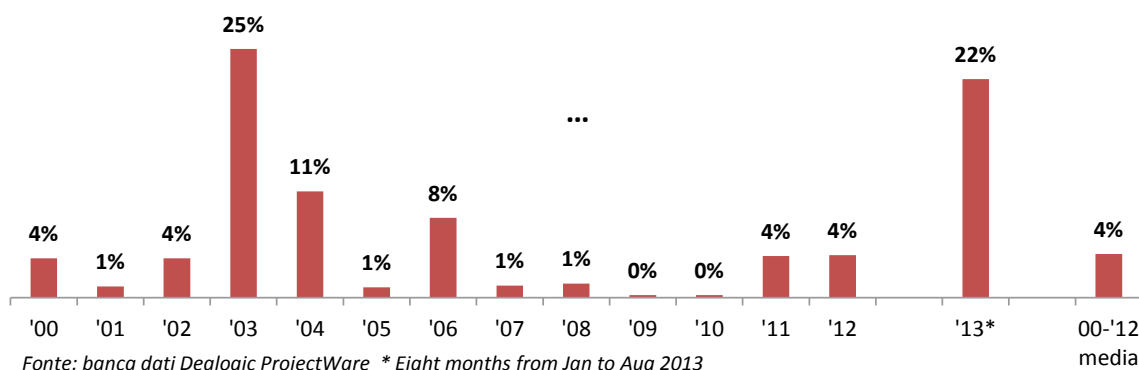
La **A11 Brugge PPP** è una nuova autostrada che collegherà il porto di Zeebrugge con la E40 in direzione di Gand e con la E34 in direzione di Anversa, migliorando il collegamento tra il porto e la città di Bruges e i collegamenti turistici con la costa belga, in particolare Knokke e Blankenberge. La struttura di finanziamento della A11 è in fase di completamento e la chiusura è prevista per fine 2013 o inizio 2014; la firma è subordinata al completamento dei negoziati e all'approvazione da parte delle amministrazioni aggiudicatrici. Il progetto A11 sarebbe il primo progetto nel campo TEN-T trasporti nell'ambito della PBI e la prima operazione "greenfield". Si prevede che 575 milioni di EUR di obbligazioni siano sostenuti da circa 114 milioni di EUR di PBCE non finanziato sotto forma di una lettera di credito subordinato emessa dalla BEI.

### **5.3. Altre emissioni di obbligazioni infrastrutturali**

La maggiore tendenza a privilegiare e sostenere il finanziamento dei progetti infrastrutturali attraverso il mercato dei capitali ha determinato un notevole aumento delle emissioni di altre obbligazioni infrastrutturali rispetto al periodo 2007-2012. In termini di volume, tuttavia, più del 90% delle obbligazioni emesse tra il 2007 e il 2013 in settori coperti dal CEF consisteva in rifinanziamenti, il 6% in investimenti greenfield e il 3% in acquisizioni.

Grafico 3

**Obbligazioni in % del finanziamento dei progetti mediante debito,  
nei settori del CEF, nell'UE28**



Oltre al prestito obbligazionario Castor di 1,4 miliardi di EUR sostenuto dalla BEI, nel 2013 sono state completate altre importanti operazioni di rifinanziamento sul mercato obbligazionario tra cui:

- il rifinanziamento di High Speed 1, il progetto ferroviario ad alta velocità del Regno Unito, con un prestito obbligazionario di 760 milioni di GBP su 25 anni nell'ambito di un pacchetto di debito senior di 1,55 miliardi di GBP. È stato ottenuto un rating A, con l'impegno del governo del Regno Unito a garantire la disponibilità dei pagamenti a High Speed 1 attraverso un accordo a livello nazionale.
- Open Grid ha rifinanziato 2,7 miliardi di EUR di debito con 1,2 miliardi di prestiti e 1,5 miliardi di EUR di obbligazioni di rating A con scadenza dopo 7, 10 e 12 anni.
- In Slovacchia, il rifinanziamento di circa 1,2 miliardi di EUR di debito con obbligazioni a lungo termine di rating BBB+ con scadenza nel 2039.

Queste operazioni sono una prova della profondità dei mercati dei capitali europei e del loro interesse per il rifinanziamento diretto di progetti infrastrutturali.

Nel 2013 sono inoltre emerse diverse soluzioni innovative per il mercato dei capitali di debito, che hanno cercato in vari modi di reperire finanziamenti presso gli investitori istituzionali a favore di progetti greenfield. Queste soluzioni sono applicate per la maggior parte nel settore delle infrastrutture sociali (ad esempio le residenze universitarie), dove i progetti sono più piccoli e meno rischiosi.

Progetto	Rating	Durata	Nominale (milioni)	Caratteristiche
Circonvallazione L2/A507	Baa3	Rispettivamente 28 anni e 30 anni per le tranche I e II	79 EUR (tranche I) 86 EUR (tranche II)	Il governo francese fornisce più del 65% dei finanziamenti, mentre i 165 milioni di EUR rimanenti sono acquistati da un gruppo assicurativo; la tranche II beneficia della garanzia Dailly dello Stato francese.
Residenza universitaria Holyrood, Regno Unito.	AA-/A2	35 anni a tasso fisso e indicizzato	63 GBP	Obbligazione sottostante di rating BBB/Baa3, sostenuta da Assured Guaranty
Pendleton Together Housing	n/d	29 anni	71,7 GBP (tranche A) 10,9 GBP (tranche B)	Finanziamento obbligazionario parzialmente garantito (l'obbligazione senior di classe A beneficia di un sostegno di credito dalla tranche B del debito subordinato)
Carcere di Zaanstad	n/d	28 anni	72 EUR	Le senior note sono sostenute dalla tranche B del prestito subordinato
ULiving Hertfordshire, Regno Unito	A-	41 anni a tasso indicizzato	144 GBP	
UPP, alloggi per studenti su più siti, Regno Unito	A-	27 anni a tasso fisso, 34 anni a tasso indicizzato	382 GBP	Affitti percepiti da più università con una riduzione del rischio grazie al cash pooling
Sustainable Communities for Leeds	AA-/A2	19 anni	102 GBP	Obbligazione sottostante sostenuta da Assured Guaranty

Fonti: *Infrastructure Journal, Standard & Poors*

Va osservato che i progetti L2, Holyrood, Pendleton, Zaanstad e Leeds utilizzano tutti una qualche forma di supporto di credito. Due operazioni segnano il ritorno sul mercato di un assicuratore monoline per queste operazioni di media entità. L'operazione più consistente, che riguarda la residenza universitaria UPP, ammonta a 382 milioni di GBP e si basa su un portafoglio di progetti. In diversi casi, una quota consistente dell'operazione è stata acquistata da un unico investitore istituzionale.

Tutte queste operazioni tranne due sono state effettuate nel Regno Unito, dove il finanziamento di PPP sui mercati dei capitali attraverso garanzie monoline era una prassi diffusa. L'interesse per le soluzioni finanziate mediante obbligazioni si sta manifestando solo adesso nell'Europa continentale e le amministrazioni aggiudicatrici si stanno adattando lentamente alle nuove possibilità di finanziamento. Il fatto che le procedure di appalto per i capitali impegnati allo stadio delle offerte siano ancora comuni limita il ricorso alle obbligazioni agli investimenti privati e preclude largamente l'emissione di titoli di Stato, che pure permetterebbe di gestire volumi maggiori a prezzi più convenienti.

#### 5.4. Sintesi dei risultati

Nel primo anno di attività il consiglio dei governatori della BEI ha approvato otto progetti che potrebbero beneficiare del PBCE mentre altri progetti sono in fase di presentazione. Due progetti hanno beneficiato di un supporto di credito della BEI e un altro dovrebbe essere firmato entro l'inizio del 2014. Uno di questi tre progetti è stato chiuso senza alcun contributo dal bilancio UE.

L'attiva promozione, da parte della CE e della BEI, dei prestiti obbligazionari per il finanziamento delle infrastrutture è stata riconosciuta e apprezzata dal mercato e ha favorito lo sviluppo di altre soluzioni di mercato grazie all'effetto catalizzatore previsto. Questo conferma che l'Europa sta realmente progredendo verso la creazione di un mercato dei prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti. Le operazioni già completate dimostrano, in particolare, che la PBI ha permesso a una gamma più ampia di investitori di accedere ai beni infrastrutturali. Anche laddove non è stata selezionata quale possibilità di finanziamento preferita, la PBI ha esercitato una pressione concorrenziale che ha ridotto i costi di finanziamento globali per un certo numero di progetti.

Finora, tuttavia, il mercato si è concentrato su progetti infrastrutturali locali di minori dimensioni nel Regno Unito, fornendo un sostegno limitato ai progetti più grandi a livello nazionale. In particolare, le condizioni per i progetti greenfield TEN rimangono difficili. Gli Stati membri dovrebbero accelerare l'individuazione e la preparazione dei progetti infrastrutturali per introdurli sul mercato.

## **6. ASPETTI DELLA PBI DA MIGLIORARE**

### **6.1. Necessità di una riserva di progetti più solidi e maturi**

In Europa esiste indiscutibilmente una domanda di investimenti infrastrutturali. Aumenta tuttavia il timore che il numero e la maturità dei progetti attuali non bastino a soddisfare tale domanda<sup>5</sup>.

Per i progetti e i settori fortemente dipendenti dal settore pubblico, i governi di tutta Europa sono chiamati a svolgere un ruolo importante impegnandosi a sbloccare nuovi investimenti infrastrutturali e ovviando all'incertezza circa la futura disponibilità di progetti infrastrutturali. Non è possibile aumentare gli investimenti a lungo termine senza un'adeguata riserva di transazioni (adeguate). Per far sì che gli investitori abbiano fiducia nel flusso delle operazioni e, di conseguenza, siano sempre disposti a impegnare i propri capitali e a investire nello sviluppo delle nuove capacità necessarie per analizzare i finanziamenti destinati ai progetti infrastrutturali occorrono, da un lato, una maggiore trasparenza per quanto riguarda la riserva di progetti a livello nazionale e sovranazionale e, dall'altro, una pianificazione e un impegno a lungo termine da parte delle amministrazioni aggiudicatrici.

In questo contesto, le modifiche inaspettate dell'approccio normativo per settori specifici rappresentano tuttora un grave ostacolo all'attuazione effettiva dei progetti. Inoltre, indipendentemente dai settori, il ricorso ai prestiti obbligazionari è ostacolato da fattori quali l'assenza di standardizzazione, l'incertezza sui prezzi dei mercati dei capitali e il fatto che questo tipo di operazioni sia ancora una novità sul mercato. Questo è un altro aspetto per il quale la PBI può svolgere un ruolo positivo.

---

<sup>5</sup> Fonte: *Infrastructure Journal*, 17 novembre 2013.

## **6.2. Uso del bilancio dell'UE**

In considerazione del meccanismo di condivisione del rischio creato dalla Commissione e dalla BEI (cfr. la sezione 4), l'uso del bilancio UE diventerebbe più efficace se gli accantonamenti per la prima perdita previsti nel bilancio stesso fossero ripartiti fra tutti i progetti nei tre settori oggetto della PBI. La situazione attuale (tre diversi accantonamenti per la prima perdita per i tre portafogli settoriali) limita chiaramente la diversificazione del rischio e, di conseguenza, l'effetto leva. Inoltre, l'effetto leva limitato associato ai portafogli di minori dimensioni impone di individuare progetti delle dimensioni giuste in funzione della dotazione di bilancio disponibile. La BEI, ad esempio, ha finanziato il progetto Castor sul proprio bilancio, in quanto il contributo del bilancio TEN-E non bastava a coprire il contributo richiesto dell'UE.

In sostanza, il bilancio dell'UE e gli strumenti di condivisione del rischio possono aumentare l'effetto leva attraverso la diversificazione. La diversificazione aumenta con il numero di progetti nel portafoglio, mentre la diversità settoriale dei progetti riduce la correlazione fra di essi. Un portafoglio più vasto, che abbracci anche settori diversi, comporta quindi maggiori vantaggi in termini di diversificazione. D'altro canto, la gestione dei rischi nell'ambito di un portafoglio di progetti con profili di rischio diversi può aumentare la complessità, pur rimanendo gestibile per la BEI. Per ottimizzare i vantaggi derivanti dalla diversificazione, il CEF potrebbe avere un unico portafoglio di progetti, in totale conformità al regolamento che lo istituisce e al regolamento finanziario sulla spesa dell'UE. Questo agevolerà il finanziamento dei progetti indipendentemente dalle dimensioni o dalla tempistica.

Lo stesso meccanismo potrebbe essere applicato anche agli attuali portafogli LGTT e PBI, in modo da sfruttare appieno le economie di scala. La fusione di questi portafogli con il portafoglio CEF permetterebbe di creare un portafoglio di partenza che ridurrebbe più rapidamente i contributi relativi del bilancio UE a nuovi progetti. Lo studio esterno commissionato dalla CE a cui si fa riferimento nell'introduzione dovrebbe corroborare questa conclusione.

## **7. CONCLUSIONI**

Come confermato dall'emissione di 2 prestiti obbligazionari con supporto di credito dopo solo 12 mesi, l'iniziativa sta rispondendo alle aspettative ed è un successo per quanto riguarda l'erogazione di finanziamenti a favore dei progetti.

Il mercato ha dimostrato interesse per l'iniziativa e ha trasmesso riscontri positivi, dando quindi un contributo fondamentale alla promozione dei prestiti obbligazionari fra gli investitori. Per intensificare il ricorso ai prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti, occorre sviluppare ulteriormente un mercato obbligazionario attivo, compresa l'emissione di ulteriori titoli, per poter disporre di una riserva sufficiente e definire più agevolmente i parametri per le future emissioni. In questo modo, sarà più facile per gli investitori e le amministrazioni aggiudicatrici valutare i livelli di finanziamento probabili e i

prezzi delle soluzioni obbligazionarie diventeranno più prevedibili, consentendo forse alle amministrazioni aggiudicatrici di non richiedere più finanziamenti interamente impegnati. Inoltre, per un mercato liquido dei prestiti obbligazionari per il finanziamento di progetti occorrono progetti preparati meglio e più maturi. I governi dovrebbero quindi impegnarsi a effettuare una programmazione a lungo termine, in modo da garantire una riserva di progetti infrastrutturali più stabile e trasparente. A tale riguardo, il CEF fornisce assistenza tecnica a livello istituzionale e di progetto per agevolare la preparazione delle future riserve di progetti di interesse comune a beneficio degli Stati membri e del settore privato. Vi è inoltre la possibilità di estendere la PBI ad altri settori in cui i finanziamenti dei progetti infrastrutturali locali di minore entità potrebbero essere messi insieme a livello nazionale o regionale.

Il ruolo del CEF potrebbe essere ottimizzato con la fusione dei tre portafogli settoriali (trasporti, energia e banda larga), di cui all'articolo 14, paragrafo 3, del previsto regolamento che istituisce il meccanismo. Per aumentare l'efficienza e l'effetto leva della spesa sul bilancio dell'UE, si potrebbe cogliere l'occasione per creare un sistema di accantonamenti condivisi per la prima perdita traendo vantaggio dalla diversificazione inerente ai tre settori, nel cui ambito gli strumenti preesistenti potrebbero fungere da portafoglio di partenza.