

Dipartimento di Scienze politiche - Relazioni internazionali

Economia europea

**IL PIANO JUNCKER COME RISPOSTA ALLE
FRAGILITA' DEGLI INVESTIMENTI IN EUROPA**

RELATORE

Marcello Messori

CANDIDATO

Diana Adly Zaki

Matr. 631992

CORRELATORE

Piero Esposito

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

INDICE

Introduzione	3
CAPITOLO PRIMO – Gli investimenti e la crescita	7
<i>Introduzione</i>	
1.1 – Il ruolo cruciale degli investimenti per una crescita robusta dell’area euro	8
1.2 – L’allocazione inefficiente degli investimenti nella prima fase di vita dell’area euro	17
1.3 – Le conseguenze della fragilità degli investimenti	22
1.4 – La necessità di un piano per gli investimenti: verso un Piano per l’Europa	25
<i>Conclusioni</i>	
CAPITOLO SECONDO – Il piano di investimenti per l’Europa	32
<i>Introduzione</i>	
2.1 – La struttura operativa del Piano Juncker	33
2.2 – L’attività concreta del FEIS: le iniziative dirette e indirette	42
2.3 – La potenziale qualità degli investimenti	46
2.4 – Le possibili criticità nell’implementazione	49
<i>Conclusioni</i>	
CAPITOLO TERZO – I risultati complessivi del Piano Juncker e la proposta InvestEU	57
<i>Introduzione</i>	
3.1 – I risultati positivi del Piano nella prima fase di operatività	59
3.2 – Criticità e limiti nell’attuazione del Piano e il FEIS 2.0	68
3.3 – I risultati complessivi del Piano Juncker fino a oggi	80
3.4 – La proposta di un nuovo piano di investimenti: il Programma InvestEU	94
<i>Conclusioni</i>	
Conclusioni	105
Bibliografia	109
Sitografia	112
Riassunto	114

Introduzione

Il presente elaborato si pone l'obiettivo di analizzare il Piano di investimenti per l'Europa (il cd. "Piano Juncker") quale risposta di policy alle fragilità rilevate negli investimenti nel contesto europeo, sia in termini quantitativi che qualitativi.

Gli investimenti appaiono cruciali nell'ambito della ripresa economica in Europa e il Piano Juncker ha rappresentato un segnale forte da parte delle istituzioni europee come risposta aggregata alle fragilità riscontrate in seguito alla crisi finanziaria internazionale, attraverso la creazione di un modello di finanziamento agli investimenti innovativo. Nonostante il suo impatto non possa essere valutato in termini complessivi, appare utile analizzare tale ambizioso Piano di finanziamento agli investimenti fornendone una valutazione *in itinere* dei risultati ottenuti fino ad oggi al fine di rispondere alla domanda: "Il Piano Juncker può rappresentare un modello virtuoso per stimolare gli investimenti in Europa?". Tale analisi potrà inoltre essere interessante alla luce della nuova proposta InvestEU.

Per rispondere a tale quesito si analizzerà il Piano Juncker esaminandone: a) gli elementi che hanno motivato l'iniziativa; b) le principali componenti e il funzionamento; c) i risultati ottenuti complessivamente. In particolare, il primo capitolo di tale trattazione esplora le premesse che hanno portato le istituzioni europee ad intraprendere la scelta di creare un Piano comune per gli investimenti in Europa; il secondo capitolo fornisce un'analisi approfondita del Piano Juncker, attraverso lo studio della sua struttura operativa, declinata sia in termini di potenzialità offerte, sia in termini di possibili limiti di implementazione; infine, nel terzo capitolo saranno esaminati i risultati ottenuti fino ad oggi dal Piano, in termini quantitativi e qualitativi, al fine di fornire una panoramica degli obiettivi raggiunti.

Il primo capitolo si pone come obiettivo quello di far emergere le premesse che hanno portato la Commissione europea a proporre il Piano di Investimenti per l'Europa nell'autunno 2014. La necessità di tale iniziativa di *policy* emerge in seguito alla dimostrazione: a) del ruolo cruciale svolto dagli investimenti per un processo di crescita robusto e per un auspicabile processo di convergenza tra stati; b) dall'esigenza di un'allocazione adeguata degli investimenti, regolata da un piano di investimenti comune in Europa.

Attraverso l'analisi dei primi anni di vita dell'area euro (1999-2007), emerge la crucialità degli investimenti: partendo dall'esame di un dato contabile significativo, ovvero il conto delle partite correnti degli stati membri, si dimostrerà l'esistenza di un collegamento virtuoso tra investimenti e crescita. I primi anni di vita dell'area euro sono stati caratterizzati da un aumento degli squilibri e, in particolare, si osserva una dicotomia tra stati membri periferici (Grecia, Irlanda, Italia, Spagna, Portogallo), che registrano squilibri negativi significativi, e stati membri *core* (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi), che al contrario presentano squilibri positivi e crescenti delle partite correnti. I disavanzi nelle partite correnti erano compensati da afflussi di capitale provenienti dai paesi *core*, che hanno finanziato gli investimenti addizionali nei paesi periferici, e hanno permesso ai primi di recuperare, almeno in parte, i loro ritardi economici. Tale quadro, corredato da una posizione esterna dell'area euro in equilibrio nel suo insieme, a) ha dimostrato l'esistenza di un collegamento virtuoso tra investimenti e crescita; b) sembrava costituire l'evidenza empirica di un modello virtuoso di convergenza tra sistemi economici degli stati membri.

Tuttavia, un aumento dei tassi di investimenti costituisce una condizione necessaria ma non sufficiente per una crescita robusta e sostenibile nel lungo periodo: lo scoppio della crisi finanziaria internazionale ha palesato il modello di crescita distorto che soggiaceva nel modello di convergenza tra stati membri, rivelando l'inadeguatezza degli investimenti effettuati nella prima fase di vita dell'area euro (1999-2007) da parte dei paesi periferici: il capitale proveniente dai flussi finanziari dai paesi *core*, è stato allocato in settori non produttivi (e.g il settore immobiliare), creando un modello basato su *asset bubbles* (e.g in Spagna) e dipendenza da capitale estero. Quando la crisi finanziaria internazionale si è trasformata in crisi reale dell'economia, colpendo l'area euro tra il 2008 e il 2013 ha reso evidente la fragilità della qualità degli investimenti nei paesi periferici: tali paesi si sono scoperti impotenti nel fronteggiarla a causa di investimenti inefficienti e distorsivi, che non hanno permesso di affrontare la crisi attraverso una struttura produttiva rafforzata da circa dieci anni di investimenti adeguati e da più alti livelli di competitività. Per uscire da una situazione insostenibile di squilibrio nelle partite correnti non più compensata da afflussi finanziari, i paesi periferici hanno effettuato una deflazione interna che ha comportato una brusca interruzione della precedente e ormai insostenibile crescita economica e la conseguente caduta in recessione. La fase di risposta alla crisi finanziaria internazionale è stata caratterizzata da problematiche relative alla carenza degli investimenti (in termini quantitativi e qualitativi), motivando la proposta avanzata dalla Commissione europea nel novembre 2014 del Piano

Juncker, che si inserisce in questa cornice rappresentando una risposta di *policy* adeguata alla problematica relativa alla carenza degli investimenti.

Il secondo capitolo si pone come obiettivo l'analisi approfondita del Piano Juncker: attraverso l'esame della sua struttura operativa, articolata su tre pilastri, ne emerge un disegno complesso e allo stesso tempo ambizioso. L'elemento chiave del funzionamento del Piano risiede nel suo primo pilastro, costituito dalla creazione del Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), attraverso cui si prevede la mobilitazione di almeno 315 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi nel triennio 2015-2018, al fine di massimizzare l'impatto delle risorse pubbliche e sbloccare gli investimenti privati. Al fine di garantire che tali investimenti si traducano concretamente in investimenti addizionali, il Piano prevede la creazione di due strumenti di supporto, che costituiscono il secondo pilastro: un Polo di consulenza europeo sugli investimenti (PECI) e un Portale dei progetti di investimento europei (PPIE). Il terzo pilastro, al contrario dei primi due che prevedono l'azione congiunta della Banca europea per gli investimenti e la Commissione europea, prevede azioni volte ad eliminare gli ostacoli agli investimenti attraverso un impegno congiunto tra istituzioni europee e stati membri. L'istituzione del FEIS costituisce il nucleo operativo per l'implementazione del Piano: attraverso la sua funzione di protezione creditizia, permette di aumentare la capacità di rischio attraverso l'utilizzo di fondi pubblici, al fine di incoraggiare i promotori dei progetti e attirare finanziamenti privati a favore di progetti di investimento validi che altrimenti non potrebbero essere realizzati. Dopo aver esaminato il complesso meccanismo di leva finanziaria su cui si basa il Fondo, saranno esaminate le iniziative concrete che quest'ultimo può intraprendere per consentire la mobilitazione di investimenti aggiuntivi, e in particolare: a) attraverso un'azione diretta; b) attraverso la concessione di garanzie che aprono la strada a iniziative di altri intermediari. Se l'esame di tali iniziative sottolinea le potenzialità del Piano in termini di raggiungimento degli obiettivi a livello quantitativo, l'analisi del Regolamento del FEIS permette di ricavarne le potenzialità anche in riferimento agli obiettivi in termini qualitativi. Saranno quindi analizzate: i) le potenzialità derivanti da una struttura di governance rafforzata dall'*expertise* della Commissione e della BEI rispettivamente a livello strategico e operativo, ii) le critiche conseguenti a possibili limiti relativi all'implementazione del Piano. Dall'analisi di tali elementi, il Piano Juncker sembra rappresentare non solo un segnale forte da parte delle istituzioni europee, ma una risposta aggregata concreta e necessaria per far fronte alle carenze degli investimenti sia in termini quantitativi che qualitativi.

Nonostante non sia possibile analizzare l'impatto complessivo del Piano, il terzo capitolo mira a valutare i risultati raggiunti fino a oggi a) in termini quantitativi; b) in termini qualitativi; c) in relazione agli aspetti macroeconomici. Sin dal suo primo anno di operatività, il FEIS ha permesso la mobilitazione di un elevato numero di investimenti aggiuntivi in molti settori e stati membri; sono emerse tuttavia alcune criticità relative ad un'eccessiva concentrazione geografica e settoriale, alla debolezza in merito alla reale addizionalità dei progetti, e dubbi relativi alla *governance* per quanto concerne la selezione dei progetti.

Sulla base dei risultati raggiunti in questa prima fase, il FEIS è stato esteso sia in termini di volume (con una cifra-obiettivo pari a 500 miliardi di euro), sia in termini di durata (fino al 2020); inoltre, l'estensione del FEIS ha rafforzato alcune componenti volte al superamento delle criticità riscontrate durante la prima fase di operatività. La seconda fase di implementazione del Piano fino ad oggi ha confermato l'andamento positivo in termini quantitativi (a luglio 2018 è stata raggiunta la cifra prevista per il triennio dei 315 miliardi di euro); sebbene permangano alcuni limiti, l'analisi dei dati macroeconomici mostra che il Piano ha contribuito significativamente a colmare la carenza di investimenti nell'Unione europea attraverso la creazione di un modello virtuoso che ha permesso di attivare numerosi investimenti, soprattutto nel settore privato. Nonostante ciò, la recente accelerazione in termini di investimenti nell'Unione europea non ha contribuito a riportare gli investimenti ai livelli precedenti alla crisi. Sulla base di tali risultati, la Commissione europea, nel contesto del *Multiannual Macroeconomic Framework 2021-2027*, ha avanzato la proposta per l'istituzione di un nuovo programma di finanziamenti per l'Unione europea, denominato InvestEU, che accorperà i molteplici strumenti finanziari attualmente disponibili per sostenere gli investimenti. Attraverso l'analisi della proposta legislativa, emerge un nuovo modello che riflette la volontà di continuare a perseguire l'obiettivo di superamento delle carenze degli investimenti, attraverso la creazione di un Fondo costruito sulla base del modello vincente del FEIS e rafforzato sulla base della sua esperienza.

In questo senso, il Piano Juncker, nonostante non abbia contribuito a colmare totalmente il *gap* di investimenti e nonostante possa essere rafforzato in alcune sue criticità, ha rappresentato un elemento estremamente significativo per rispondere alle carenze rilevate negli anni successivi alla crisi nell'area euro e nell'Unione europea. Inoltre, ha contribuito non solo a porre in evidenza la problematica degli investimenti nell'ambito delle istituzioni europee, ma anche a creare un modello innovativo per la mobilitazione degli investimenti in Europa, sulla base del principio "*do more with less*".

CAPITOLO PRIMO

GLI INVESTIMENTI E LA CRESCITA IN EUROPA

Introduzione

La proposta del Piano Juncker (novembre 2014) rappresenta la risposta ad un grande calo degli investimenti negli anni successivi alla crisi finanziaria internazionale in Europa ed in particolare nei paesi dell'area euro. Per poterne analizzare gli obiettivi, il funzionamento e i risultati ottenuti, appare prima doveroso esplorare le motivazioni che hanno portato le istituzioni europee ad intraprendere questa scelta. Scopo di questo capitolo è mostrare quali siano state le premesse per la creazione del Piano di Investimenti per l'Europa.

Partendo dall'analisi di un dato contabile significativo, ovvero gli squilibri delle partite correnti durante i primi anni di vita dell'Unione economica e monetaria, si esplorerà il collegamento virtuoso tra investimenti e crescita in Europa, focalizzandosi in particolare su un gruppo di stati membri (Grecia, Portogallo, Spagna e Irlanda) che, pur avendo squilibri negativi, hanno registrato tassi di crescita elevati. Attraverso questa analisi si sottolineerà la crucialità degli investimenti non solo per una crescita robusta all'interno dell'area euro, ma anche per un auspicabile processo di convergenza tra stati membri (paragrafo 1.1). Tuttavia, le esperienze di alcuni stati membri periferici tra il 1999 e il 2007, come Spagna e Irlanda, hanno dimostrato che un'allocazione non efficiente del capitale in risorse non adeguate può contribuire alla creazione di modelli di crescita distorti, che non permettono il rafforzamento della struttura produttiva dei singoli sistemi economici (paragrafo 1.2). Lo scoppio della crisi finanziaria internazionale ha reso manifesti gli effetti conseguenti alla fragilità e alla carenza degli investimenti in termini qualitativi durante la prima fase di vita dell'area euro, quando i paesi periferici si sono dimostrati indeboliti da un'allocazione inefficiente del capitale (paragrafo 1.3). Alla fragilità degli investimenti a livello qualitativo della prima fase, è conseguita una successiva carenza degli investimenti da un punto di vista anche quantitativo nell'area euro a livello aggregato: è in questa cornice che prende vita la proposta di un Piano di investimenti per l'Europa, che rappresenta una scelta di *policy* volta a rispondere alle debolezze riscontrate nell'area euro e in Europa nel suo insieme nella prima fase di vita dell'area euro, ed in particolare successivamente alla crisi finanziaria globale (paragrafo 1.4).

1.1 IL RUOLO CRUCIALE DEGLI INVESTIMENTI PER UNA CRESCITA ROBUSTA DELL'AREA EURO

Esiste certamente un collegamento virtuoso tra investimenti e crescita, ampiamente dibattuto ed esplorato nella letteratura economica¹. Questo legame risulta particolarmente evidente in Europa, specialmente all'interno degli stati membri dell'Unione economica e monetaria, partendo dall'analisi di un dato contabile fondamentale: gli squilibri nelle partite correnti dei paesi nel primo decennio successivo all'introduzione della moneta comune (1999-2013).

Il conto delle partite correnti è una delle voci sintetizzate dalla bilancia dei pagamenti, ovvero il documento contabile che registra i flussi monetari originati dalle transazioni economiche concluse in un determinato periodo di tempo fra operatori residenti in un paese e operatori esteri. Sulla base della normativa attuale, definita dalla VI edizione del *Balance of Payments Manual* (BPM6) del Fondo Monetario Internazionale (FMI), la bilancia dei pagamenti è articolata in tre sezioni principali: (i) il conto corrente - o conto delle partite correnti - che registra i flussi di beni, servizi e redditi tra residenti e non residenti²; (ii) il conto capitale, che comprende i trasferimenti di capitale e l'acquisizione o cessione di attività non finanziarie non prodotte; (iii) il conto finanziario, che sintetizza le acquisizioni e le dismissioni nette di attività e passività finanziarie, raggruppate in cinque categorie funzionali: investimenti diretti, investimenti di portafoglio, derivati finanziari, altri investimenti e la variazione di riserve ufficiali³.

La componente più rilevante del conto delle partite correnti è rappresentata dalla bilancia commerciale, che certifica i saldi tra le esportazioni e le importazioni di beni e servizi. Il saldo commerciale rappresenta le esportazioni nette di beni e servizi ($NX = EX - IM$): indica la differenza algebrica tra i crediti (incassi) provenienti dalle esportazioni di merci e servizi nazionali e i debiti (esborsi) conseguenti dall'importazione di merci e servizi esteri. E' il primo indicatore della competitività di un paese: mostra la sua abilità nel collocare beni e servizi nei

¹ In economia viene riconosciuta la crucialità degli investimenti per la crescita dei sistemi economici sia dai modelli keynesiani (*Harrod, 1939* e *Domar, 1946*) sia dalle teorie neoclassiche della crescita (*Solow, 1956*).

² I redditi sono suddivisi in: redditi primari, che includono i redditi da lavoro dipendente, redditi da capitale e altri redditi (come interessi e dividendi); redditi secondari (pubblici e privati), che rappresentano la contropartita di risorse reali o finanziarie scambiate tra residenti e non residenti senza un corrispettivo economico o finanziario. Il conto corrente include poi anche i trasferimenti unilaterali netti: registrano la contropartita di cambiamenti di proprietà tra residenti e non residenti di risorse reali o di attività finanziarie, esclusi i trasferimenti di proprietà di beni capitali.

³ La sesta edizione della Bilancia dei pagamenti è consultabile all'indirizzo: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>

mercati internazionali e la sua dipendenza dalle importazioni. Quando le esportazioni nette sono positive ($NX > 0$) e quindi un paese esporta più di quanto importa, il conto corrente sarà in avanzo; al contrario, quando le importazioni superano le esportazioni ($NX < 0$) si parlerà di disavanzo delle partite correnti.

Partendo dalla nota identità fondamentale della contabilità di un dato sistema economico, che rappresenta la scomposizione del PIL, si può comprendere la rilevanza del saldo commerciale e del bilancio delle partite correnti:

$$Y = C + I + G + NX \quad (1)$$

Tale equazione riflette le relazioni tra la produzione e le componenti aggregate della domanda, stabilendo che il valore della produzione interna (Y) è la somma del consumo (C), degli investimenti (I), della spesa pubblica (G) e delle esportazioni nette (NX), ovvero del saldo della bilancia commerciale. E' noto che il reddito prodotto coincide con il reddito distribuito poiché tutto ciò che viene prodotto, dopo essere stato venduto genera reddito monetario che dovrà essere distribuito. Una parte del reddito viene impiegato per coprire la spesa pubblica attraverso la tassazione; il reddito potrà poi essere impiegato nell'acquisto di beni e servizi, o nel risparmio per consumi futuri. Il reddito speso corrisponde quindi alla somma tra tassazione (T), consumo delle famiglie (C) e risparmio (S), ovvero $Y = T + C + S$.

La (1) diventa quindi:

$$T + C + S = C + I + G + NX \quad (2)$$

$$\text{da cui: } (T + S) = (I + G) + NX \quad (3)$$

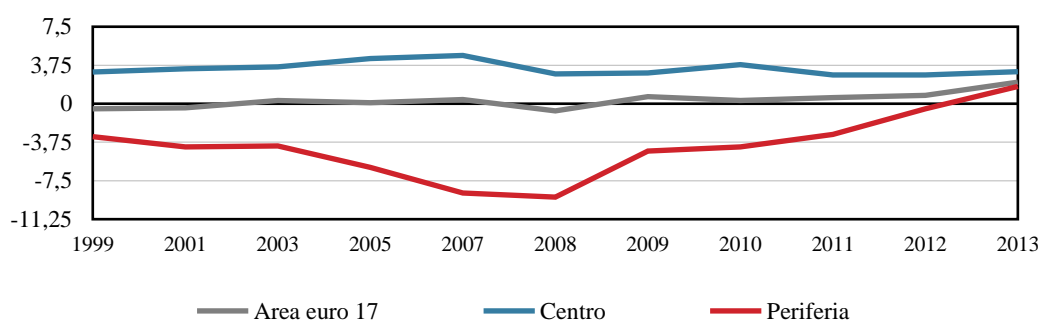
La (3) esprime la relazione che intercorre tra investimenti aggregati ($T+S$), risparmi aggregati ($I+G$) e il saldo delle partite correnti di un determinato sistema: quando gli investimenti aggregati sono maggiori dei risparmi aggregati, il relativo bilancio delle partite correnti sarà negativo ($NX < 0$); al contrario, sarà positivo ($NX > 0$) se gli investimenti aggregati sono minori dei risparmi aggregati.

Analizzando gli squilibri nelle partite correnti risulta evidente che il tratto essenziale che caratterizza la vita dell'area euro dalla sua nascita fino agli inizi della crisi europea è un aumento degli squilibri nei singoli stati membri.

Dall'introduzione della moneta comune, fino all'esplosione della crisi finanziaria globale (1999-2008), si è osservata una grande divergenza nel trend della posizione esterna di molti stati membri, nonostante la posizione dell'area euro nel suo complesso sia stata sempre in leggero avanzo o in sostanziale equilibrio⁴. Questa dicotomia è evidente sia nella bilancia commerciale sia nella bilancia delle partite correnti: alcuni hanno visto una crescita nei loro avanzi, mentre altri hanno sperimentato un netto aumento degli squilibri negativi.

Nel 1999 avevano aderito all'Unione economica e monetaria undici degli stati membri fondatori della Comunità Economica Europea: Austria, Belgio, Germania, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Portogallo e Spagna; dopo il varo dell'euro nel 2001 aderì anche la Grecia. Idealmente, in riferimento a questi primi 12 stati membri, è possibile distinguere due gruppi relativamente all'andamento delle partite correnti: un sottoinsieme di paesi "core" (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi) con squilibri positivi e crescenti con avanzi nelle loro partite correnti, seppur con alcune eccezioni⁵, e un gruppo di paesi "periferici" (Grecia, Irlanda, Italia, Spagna, Portogallo) con forti squilibri negativi, con la parziale eccezione dell'Italia (figura 1)⁶.

Figura 1 - Squilibri delle partite correnti (area euro, centro, periferia) in % del PIL



⁴ Un'eccezione è rappresentata dal 2008, anno dell'esplosione della crisi finanziaria internazionale, in cui l'area euro nel suo complesso ha registrato un disavanzo nelle partite correnti del -0,8%.

⁵ Austria, Belgio e Francia.

⁶ Fonte: elaborazione di dati, Eurostat, AMECO.

Nel dettaglio, per quanto riguarda i paesi centrali, dal 1999 gli squilibri positivi nelle partite correnti sono sistematicamente aumentati, registrando avanzi superiori al 6% del PIL. In particolare, come si può osservare analizzando la tabella sottostante (tabella 1)⁷, nel periodo 1999-2013 Germania e Paesi Bassi hanno registrato importanti e crescenti surplus, con una media rispettivamente del 4,84% e del 6,5%, con picchi fino al 7,5% e 10,4% (2013). Le partite correnti del Lussemburgo sono sempre state positive, a causa della sua posizione leader nell'esportazione di servizi finanziari: ha infatti registrato avanzi superiori al 6% tra il 1999 e il 2007 e dal 2009 al 2011. Austria, Belgio e Francia costituiscono una parziale eccezione all'interno del gruppo dei paesi *core*: l'Austria ha registrato infatti disavanzi nelle partite correnti nei primi anni di vita dell'Unione economica e monetaria, ovvero tra il 1999 e il 2001 (-1,7%, 0,8%); le partite correnti del Belgio hanno cambiato segno negli anni successivi

all'esplosione della crisi finanziaria

internazionale del 2008 (tra -0,6% e -1,9%); anche l'andamento delle partite correnti della Francia è cambiato, presentando deficit dal 2005 (tra -1,3% e -2,2%), prima dell'inizio della crisi europea (2010). Un andamento opposto è riscontrabile nei paesi periferici, che registrano forti squilibri negativi: in particolare, al loro ingresso nell'area euro, Grecia (2001), Spagna e Portogallo (1999) erano gli stati membri che registravano

	1999	2001	2003	2005	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Austria	-1,7	-0,8	1,7	2,2	3,5	4,9	2,7	3,4	1,6	2,4	2,7
Belgio	5,1	3,4	3,4	2	1,9	-1,3	-0,6	1,9	-1,1	-1,9	-1,6
Germania	-1,3	0	1,9	5,1	7,4	6,2	5,9	6,4	6,8	7,4	7,5
Spagna	-2,9	-3,9	-3,5	-7,4	-10	-9,6	-4,8	-4,5	-3,7	-1,2	0,8
Finlandia	5,3	8,4	4,8	3,4	4,3	2,6	1,8	1,5	-1,5	-1,4	-1,1
Francia	2,6	1,7	0,4	-0,5	-1	-1,7	-1,3	-1,3	-1,8	-2,2	-1,3
Irlanda	0,2	-0,6	0	-3,5	-5,3	-5,6	-2,3	1,1	1,2	4,4	6,6
Italia	1	0,3	-0,8	-0,9	-1,3	-2,9	-1,9	-3,4	-3	-0,3	1
Lussemburgo	8,4	8,8	8,1	11,5	10,1	5,4	7,3	7,7	6,6	5,8	5,2
Paesi Bassi	3,9	2,6	5,5	7,4	6,7	4,3	5,2	7,4	9,1	9,5	10,4
Portogallo	-8,7	-10,3	-6,4	-10,3	-10,1	-12,6	-10,9	-10,6	-7	-2	0,5
Grecia	-4,1	-7,2	-6,5	-7,6	-14,6	-14,9	-11,2	-10,1	-9,9	-2,4	0,7
Slovenia	-3,2	0,2	-0,8	-1,7	-4,2	-5,4	-0,5	-0,1	0,4	3,3	6,3
Slovacchia	-5,6	-8,3	-5,9	-8,5	-5,3	-6,2	-2,6	-3,7	-3,8	2,2	2,1
Cipro	-1,7	-3,3	-2,3	-5,9	-11,7	-15,6	-10,7	-9,8	-3,4	-6,9	-1,9
Malta	-4,3	-5,2	-11,3	-10	-15,9	-9,2	2,7	2,8	1,8	-1,8	-1
Estonia	-3,1	-3,7	-3	-8,5	-6,2	-4,8	-8,9	-6	0,8	2,1	1,4
Area euro 12	-0,4	-0,2	0,5	0,2	0,4	-0,8	0,2	0,5	0,7	2,0	3,0
Area euro 17	-0,5	-0,4	0,3	0,1	0,4	-0,7	0,7	0,3	0,6	0,8	2,1
Centro	3,1	3,4	3,6	4,4	4,7	2,9	3	3,8	2,8	2,8	3,11
Periferia	-3,2	-4,2	-4,1	-6,2	-8,7	-9,1	-4,6	-4,2	-3,0	-0,5	1,68

⁷ Fonte: AMECO database.

i più forti disavanzi nelle partite correnti, che si sono deteriorate progressivamente negli anni successivi, raggiungendo picchi di circa il 10% del PIL in prossimità della crisi internazionale del 2008 (rispettivamente -14,9% per la Grecia, -10% per la Spagna, -12,6% per il Portogallo). L'Irlanda ha registrato disavanzi tra il 2005 e il 2009, mentre le partite correnti italiane hanno iniziato ad essere negative a partire dal 2003, con picchi nel 2008 e nel 2010 (-2,9% e -3,4%), muovendosi da una posizione di surplus ad una di deficit, come la Francia. Un andamento simile a quello dei paesi periferici è riscontrabile anche nelle partite correnti di tre dei quattro paesi che hanno adottato l'euro in un momento successivo, ma prima dell'inizio della crisi europea del settore bancario e dei debiti sovrani del 2010 (Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nel 2008)⁸: in questi paesi non si registrano squilibri particolarmente seri, fatta eccezione per squilibri negativi al di sotto della soglia del 6% in alcuni anni (Malta nel 2008, Cipro tra il 2008 e il 2010 e nel 2012); al contrario, le partite correnti della Slovenia si sono mantenute in equilibrio, ad eccezione di un avanzo del 6,3% nel 2013.

Fino alla crisi finanziaria, la presenza e lo sviluppo di squilibri e l'evidente dicotomia tra paesi periferici e paesi *core* non erano considerati allarmanti: questo ragionamento derivava da un visibile aumento dei tassi di crescita nei paesi periferici, supportato da investimenti provenienti dai flussi dei paesi core. Questo dato si può comprendere attraverso la macroeconomia, ed in particolare ritornando all'analisi dell'equilibrio nel mercato dei beni, che può essere espresso equivalentemente in termini di uguaglianza tra produzione e domanda ($Y = C + I + G$) e di uguaglianza tra risparmio e investimento, ovvero:

$$I = S + (T - G) \quad (4)$$

Questa equazione suggerisce che in equilibrio, l'investimento deve essere uguale al risparmio totale, cioè la somma del risparmio privato (S) e del risparmio pubblico (T-G), in cui T rappresenta le imposte. La condizione di equilibrio nel mercato dei beni è rappresentata infatti dalla nota curva IS (*Investment-Saving*). Nel momento in cui ci si apre all'economia internazionale si aggiungono all'identità le esportazioni nette, come visto precedentemente nell'identità della contabilità internazionale (1), che può essere quindi formulata anche come:

$$NX = (Y - C - T) + (T - G) - I \quad (5)$$

⁸ La Slovacchia ha aderito all'euro nel 2009; l'Estonia nel 2011. La Lettonia e la Lituania rispettivamente nel 2014 e nel 2015.

Da cui:

$$I + NX = Y - C - G \quad (6)$$

dove: $(Y-C-G)$ rappresenta il risparmio nazionale S , ovvero la somma del risparmio privato ($S_p = Y-T-C$) e del risparmio pubblico ($S_g = T - G$). L'identità della contabilità nazionale si può quindi riformulare come:

$$CA = S - I \quad (7)$$

Secondo questa identità, il saldo delle partite correnti (CA) può essere espresso come la differenza tra i risparmi e gli investimenti nazionali, sia privati che pubblici: ogni avanzo delle partite correnti ha come corrispettivo un divario positivo tra risparmi aggregati e investimenti aggregati, privati e pubblici⁹. Inoltre, questa differenza ($S - I$) può essere interpretata come il flusso netto di capitali (NKF), ovvero:

$$S_p + S_g - I = NKF \quad (8)$$

Unendo le due identità (7) e (8), si ottiene che il saldo del conto corrente è uguale al flusso netto di capitali¹⁰:

$$CA = NKF \quad (9)$$

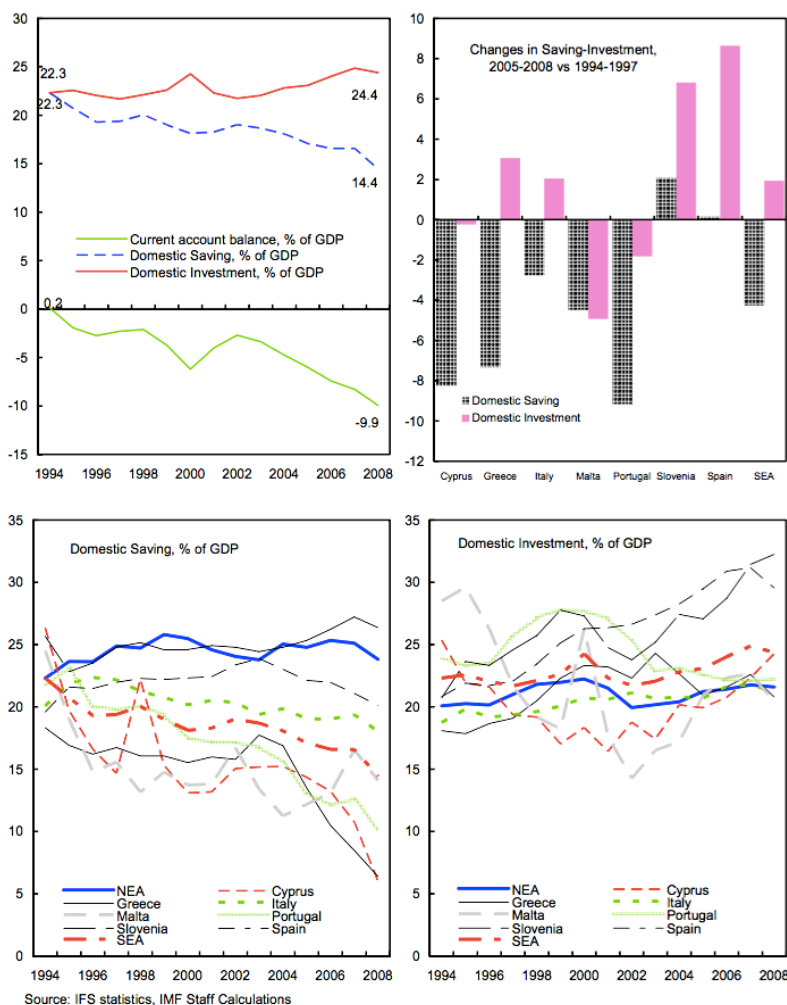
Questo suggerisce che il movimento internazionale di capitali e il movimento internazionale di beni e servizi sono due facce della stessa medaglia: un avanzo delle partite correnti indica che vi è un eccesso di risparmi sugli investimenti ($S > I$), e si registrerà un deflusso verso l'estero del capitale non allocato all'interno del paese; al contrario, se si è in presenza di disavanzi nelle partite correnti, gli investimenti saranno superiori ai risparmi ($I < S$) e l'investimento addizionale sarà finanziato attraverso prestiti provenienti dall'estero. In definitiva, a livello aggregato, si può affermare che il conto finanziario rappresenta lo specchio del conto corrente: riflette il fatto che i paesi che sperimentano disavanzi nelle partite correnti devono essere finanziati da flussi finanziari.

⁹ ESPOSITO P., MESSORI M. (2016).

¹⁰ CANOFARI P. *et al.*, (2015), pp. 38-40.

Questo è ciò che accade nell'area euro tra paesi centrali e paesi periferici nel periodo 1999-2008: gli squilibri negativi nelle partite correnti di questi ultimi vengono compensati attraverso gli afflussi provenienti dai paesi centrali, che registrano avanzi nelle partite correnti e un eccesso di risparmio. I flussi finanziari compensativi provenienti dai paesi *core* aiutano i paesi periferici a finanziare gli investimenti nazionali. I paesi periferici registrano alti tassi di investimento, associati ad una attenuazione dell'incidenza del tasso di risparmio sul PIL (figura 2)¹¹. Dopo un declino degli investimenti sperimentato tra il 2001 e il 2002 a causa della bolla "dotcom" nell'area euro, negli anni successivi si osserva un incremento del tasso di investimento, in particolare nei paesi periferici.

Figura 1 - Investimenti e risparmi nei paesi periferici

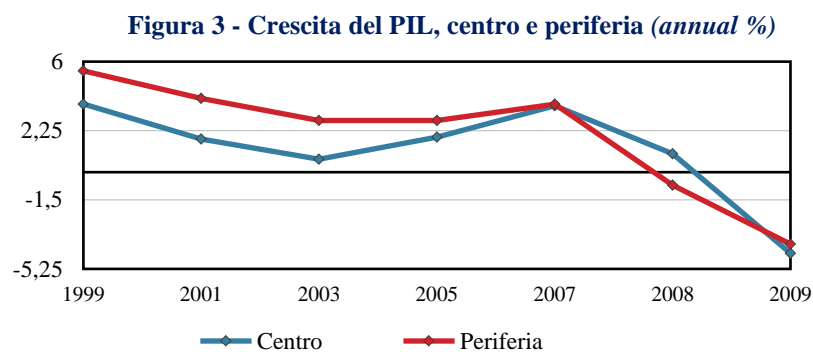


In questi paesi, se nel 2008 il risparmio incideva sul PIL in una misura corrispondente al 14,4%, il tasso di investimento in percentuale del PIL è di 10 punti superiore: i paesi periferici, nel loro complesso, registrano un tasso di investimento del 24,4% rispetto al PIL. Comparando i tassi di investimento e di risparmio sul PIL nel periodo 1994-1997 e 2005-2008, a livello aggregato i paesi periferici nel 2005-2008 registrano un incremento del 2% dei *domestic investments* e un'attenuazione della crescita dei *domestic savings* del 4% rispetto al triennio precedente.

¹¹Fonte: JAUMOTTE F., SODSRIWIBOON P. (2010), p.34. L'analisi dell'andamento di investimenti e risparmi nei paesi periferici (*Southern Euro Area*, SEA) comprende oltre a Grecia, Italia, Portogallo e Spagna anche Cipro, Malta e Slovenia. Per NEA (*Northern Euro Area*), si intende l'insieme di paesi *core*.

Come conseguenza dell'alta crescita degli investimenti, i paesi periferici sperimenteranno una più alta crescita, e più alte aspettative di crescita, dal momento che ci si aspetterà un maggiore output futuro.

Come si può osservare dal grafico sottostante (figura 3)¹², prima degli anni precedenti alla crisi finanziaria internazionale (1999-2007), i paesi periferici hanno registrato tassi di crescita superiori rispetto ai paesi *core*. In particolare, Spagna e Irlanda hanno sperimentato tassi di



crescita stabili rispettivamente intorno al 5% e al 4% del PIL; Portogallo e Grecia hanno registrato un andamento simile, rispettivamente con picchi del 3,9% il primo e del 5,8% la seconda. In generale hanno avuto un andamento

positivo con una media dei tassi di crescita del 3,8% del PIL. Di contro, dall'analisi dei tassi di crescita dei paesi *core* negli stessi anni, emerge che questi ultimi hanno registrato una crescita inferiore ai paesi periferici (media del 2,3%): la Germania ha osservato tassi di crescita in media dell'1,4% rispetto al PIL, mentre Francia, Austria, Belgio e Paesi Bassi intorno al 2%. Questi dati mostrano che negli anni precedenti alla crisi finanziaria internazionale, i paesi periferici, sostenuti dai flussi provenienti dai paesi *core* hanno avuto la possibilità di recuperare almeno in parte i ritardi macroeconomici, da cui emerge una parziale convergenza tra sistemi economici tra paesi periferici e paesi *core*. Tale quadro, corredato da una posizione esterna dell'area euro nel suo insieme in equilibrio, sembrava costituire l'evidenza empirica di un modello virtuoso di convergenza. Sulla base di questi dati, prima dell'esplosione della crisi finanziaria internazionale, gli squilibri nelle partite correnti erano considerati il risultato di un corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria e l'effetto fisiologico del *catching up process* (BLANCHARD e GIAVAZZI, 2002), spiegato da una maggiore integrazione nel mercato

¹² Fonte: elaborazione di dati, *World Bank national accounts*, *OECD national accounts*. Il calcolo non comprende l'Italia per i paesi periferici e il Lussemburgo per i paesi *core*, poiché costituiscono una parziale eccezione rispetto all'andamento generale dei due gruppi. Infatti, l'Italia non ha registrato tassi elevati di crescita nel periodo precedente alla crisi finanziaria; al contrario, il Lussemburgo ha osservato tassi di crescita sul PIL elevati in quegli stessi anni, con picchi fino all'8,4% nel 2007, e una media corrispondente al 4,8%.

dei beni e nel mercato finanziario¹³. Ingram (INGRAM, 1973) è stato probabilmente il primo ad affermare che durante un processo di integrazione monetaria “il tradizionale concetto di avanzo o disavanzo nelle partite correnti degli stati membri diventa *sfocato*” e che l’integrazione finanziaria può ammortizzare temporanee alterazioni negative attraverso flussi di capitale. Secondo le teorie neoclassiche della crescita, il naturale flusso di capitali dai paesi abbondanti di capitale verso i paesi periferici è più forte tra i paesi che hanno adottato la moneta unica (SCHMITZ e VON HAGEN, 2011): secondo queste teorie, l’unione monetaria facilita questo processo promuovendo l’integrazione finanziaria e riducendo il costo dei capitali stranieri, grazie all’eliminazione del tasso di cambio (GIAVAZZI e SPAVENTA, 2010). L’aumento dei flussi finanziari dai paesi centrali verso i paesi periferici è stimolato dalla riduzione del cuneo dei tassi di interesse e l’aumento dell’elasticità di sostituzione tra i beni nazionali ed esteri, e quindi da più alti tassi di rendimento sul capitale. Contemporaneamente, la maggiore integrazione nel mercato dei beni crea le condizioni per i paesi periferici di ripagare il loro debito, a causa di più alte future aspettative di esportazione all’interno dell’unione; se a livello globale ciò non accade, l’Unione economica e monetaria rappresenta un’eccezione che conferma la teoria secondo la quale i capitali defluiscono verso i paesi scarsi di capitale, e ciò è facilitato dal suo comune *framework* istituzionale, che abbassa le frizioni tra i paesi (LANE e PELS, 2012)¹⁴. Come mostrano i dati analizzati precedentemente, come conseguenza della crescita degli investimenti, finanziata dai flussi di capitale provenienti dai paesi *core*, i paesi periferici registrano un alto tasso di crescita, con una conseguente aspettativa positiva sull’output futuro e diminuzione della differenza tra i divari competitivi, che sembra portare ad una convergenza tra gli stati membri dell’area euro e a una successiva riduzione degli squilibri.

Questo modello, nonostante trascuri aspetti essenziali dei processi di convergenza - come si vedrà nel paragrafo successivo attraverso l’analisi degli anni successivi all’esplosione della crisi finanziaria internazionale, ha certamente il pregio di aver posto in evidenza l’importanza degli investimenti all’interno dell’area euro come componente necessaria per sostenere la crescita e rendere possibile la convergenza tra stati membri. Gli squilibri nelle partite correnti riflettono non solo una dicotomia evidente tra paesi core e paesi periferici, ma anche i flussi

¹³ Blanchard e Giavazzi (2002) hanno formalizzato il modello neoclassico della convergenza come una struttura intertemporale (in cui ogni paese produce un singolo bene e i privati hanno le stesse preferenze e consumi), ed è stato considerato il benchmark per comprendere i cambiamenti nelle posizioni esterne dei paesi dell’area euro fino allo scoppio della crisi finanziaria internazionale. Infatti, questo modello si è rivelato una semplificazione, in quanto basato sull’ipotesi ottimistica di assenza di fallimenti sistemici nei meccanismi di mercato.

¹⁴ Un’analisi empirica che prova evidenza di un aumento dei flussi dai paesi ricchi di capitale verso i paesi scarsi di capitale nell’Unione economica europea è contenuta in: AHEARNE A., SCHMITZ B., VON HAGEN J. (2007).

compensativi che hanno permesso ai paesi periferici, attraverso gli investimenti, di mantenere disavanzi nel conto delle partite correnti e allo stesso tempo di crescere ad un tasso più elevato rispetto ai paesi centrali, creando un fenomeno di convergenza. Se nel primo decennio successivo all'introduzione della moneta unica questo sembrava essere un modello virtuoso, la crisi finanziaria internazionale smaschererà la debolezza strutturale della crescita dei paesi periferici. L'analisi degli effetti successivi alla crisi sull'economia di questi paesi dimostrerà tuttavia come un aumento del tasso degli investimenti può considerarsi una condizione necessaria ma non sufficiente per una crescita robusta e per la convergenza all'interno dell'Unione economica e monetaria.

1.2 L'ALLOCAZIONE INEFFICIENTE DEGLI INVESTIMENTI NELLA PRIMA FASE DI VITA DELL'AREA EURO

La crisi finanziaria internazionale ha segnato una profonda discontinuità, eliminando ogni illusione riguardo questo apparente processo di stabile convergenza tra gli stati membri che ha caratterizzato la prima fase dell'area euro. Le previsioni teoriche che sostenevano la convergenza, erano basate sull'ottimistica idea che i meccanismi del mercato siano sempre efficienti e che non siano soggetti a fallimenti sistemici: shock esogeni negativi come la crisi finanziaria hanno dimostrato invece che i mercati spesso sono inefficienti e soggetti a fallimenti, e quindi richiedono un processo di frequente aggiustamento e il supporto di una *governance* efficiente¹⁵. Le teorie a sostegno di questo modello prevedevano infatti che gli shock positivi, rappresentati dalla riduzione dei tassi di interesse reali nei paesi periferici dovuti alla migliore integrazione tra stati membri, avrebbero aumentato la loro potenziale crescita. Questo, unito a conseguenti e maggiori investimenti, avrebbe portato al riassorbimento degli squilibri iniziali da parte di una progressiva riduzione dei *competitives gaps* all'interno dell'area euro. Tuttavia, il modello virtuoso di convergenza che sembrava caratterizzare in particolare Spagna, Irlanda, Portogallo e Grecia prima della crisi, si è rivelato un modello di crescita distorto: una delle cause della fragilità della crescita di questi paesi è da ricercare

¹⁵ CANOFARI P. *et. Al* (2015) p.6.

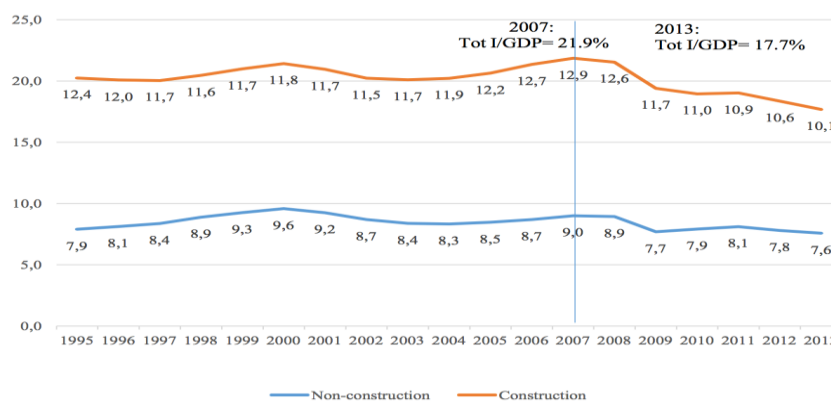
nell’allocazione inefficiente degli investimenti e, prima ancora, dei capitali finanziari che hanno reso possibili tali investimenti.

Infatti, i flussi di capitale provenienti da parte dei paesi *core* hanno permesso un boom nel credito privato nei paesi periferici: tuttavia, il credito non è stato canalizzato in investimenti produttivi tali da far crescere le esportazioni e la possibilità di ripagare i debiti contratti, ma in consumi ed in particolare in investimenti che hanno alimentato anche la creazione di “bolle speculative”, per esempio nel settore immobiliare.

Come suggerito da LANE e PELS (2012), l’espansione delle partite correnti tra il 2002 e il 2007 trova una spiegazione nel rafforzamento del collegamento tra le previsioni di crescita e il saldo delle partite correnti: l’ottimismo relativo alle aspettative di crescita futura è stato associato a meno risparmi e a più investimenti, non in capitale produttivo¹⁶ ma in particolare nel settore edile. Infatti, l’avvio della moneta unica aveva consentito ai paesi periferici di indebitarsi ampiamente a bassi tassi di interesse e allo stesso tempo di realizzare una crescita superiore alla media europea, investendo soprattutto nel settore immobiliare (figura 4)¹⁷.

Le condizioni per una crescita di prezzi e salari nominali nei paesi periferici dell’area euro, incompatibile con il mantenimento della loro competitività internazionale, erano state create

Figura 4 - Tassi di investimento nell'area euro (come % del PIL)



Source: Ameco.

dall’ottimismo con cui i mercati avevano scommesso sul fatto che, venendo meno con la moneta unica la possibilità di recuperare competitività tramite svalutazioni nel cambio nominale, la dinamica dei prezzi e salari nominali nei paesi periferici dell’area euro avrebbe finito con l’allinearsi con quella dei paesi centrali. Questo ottimismo aveva permesso a famiglie, imprese e governi di questi paesi di indebitarsi a tassi molto più bassi rispetto al passato, stimolando la domanda domestica e con essa un aumento dei prezzi e salari persistente maggiore che nei paesi *core*. A beneficiare di questa espansione della domanda domestica erano stati settori a bassa crescita della produttività non esposti alla concorrenza internazionale,

¹⁶ ESPOSITO P. (2015).

¹⁷ Fonte: GROS D. (2014), p.7.

come quello dell'edilizia. Inoltre, la possibilità di indebitarsi a basso costo aveva ridotto gli incentivi per i governi degli stati membri periferici ad intraprendere riforme che incidessero positivamente su produttività, efficienza e squilibri strutturali di finanza pubblica, visto che, grazie a questa possibilità, paesi come Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna crescevano comunque a tassi soddisfacenti.

Un caso emblematico è rappresentato dalla Spagna, i cui investimenti provenienti dai flussi di capitale dei paesi core sono confluiti nella creazione di una bolla immobiliare. In particolare, la crescita dell'economia nei primi anni del 2000, insieme al processo di integrazione economica a livello europeo, aveva creato aspettative positive sul futuro e di conseguenza i redditi sono stati utilizzati in investimenti, allocati però in modo inefficiente, principalmente nel settore edile e immobiliare. La crescita dell'economia (che si attestava intorno al 4% nei primi anni del 2000) ha comportato un aumento del tasso di inflazione e la conseguente perdita di competitività, con una variazione del potere di acquisto della moneta, superiore rispetto alla media europea. I bassi tassi di interesse a cui le banche potevano concedere i prestiti, a causa degli afflussi finanziari dall'esterno che sopravanzavano la richiesta di finanziamenti, più convenienti rispetto alle altre banche europee, hanno favorito una crescita esponenziale degli investimenti nel settore edile da parte di molte famiglie e imprese, che si sono indebitate, credendo di poter ottenere alti guadagni a costi accessibili. L'aumento della domanda e dei rispettivi prezzi ha comportato tuttavia, insieme alla deteriorata situazione economica causata dalla crisi e dalle minori aspettative di guadagno, il passaggio da eccesso di domanda a eccesso di vendite, dettato da un rialzo del valore¹⁸.

L'analisi della bolla immobiliare spagnola sottolinea i tratti chiave che hanno caratterizzato il modello di crescita illusoria, fragile e distorta su cui si sono formati i paesi periferici nei primi anni di vita dell'euro, ovvero alto indebitamento e dipendenza da capitale estero, non utilizzati in investimenti produttivi che potessero migliorare la crescita in modo sostenibile.

¹⁸ Questa brusca inversione di tendenza è chiaramente visibile osservando i dati relativi alle transazioni immobiliari tra il 2010 e il 2011: nonostante un calo dei prezzi del 20% rispetto al 2008, il numero delle transazioni nel 2011 è sceso del 29,3% rispetto al 2010. Questo ha comportato grandi perdite in termini di occupazione: secondo i dati dell'*Istituto Nacional De Estadística* spagnolo, si può stimare una perdita del lavoro nel settore edile per oltre 2 milioni di persone.

Un ulteriore elemento significativo che rende manifeste le debolezze e le fragilità del modello di crescita dei paesi periferici negli anni precedenti alla crisi finanziaria e internazionale emerge attraverso l'analisi

dei tassi di investimento delle famiglie (figura 5)¹⁹, che registra un aumento esponenziale (ed un successivo collasso nel

Figura 5 - Households - ratios to gross disposable income

	Savings				Investment				debt			
	2000	2002	2007	2008	2000	2002	2007	2008	2000	2002	2007	2008
Euroarea	..	..	..	..	10,3	9,6	10,9	10,4	75,5	78,0	94,6	94,8
Ireland	..	9,0	7,9	9,9	..	16,8	24,0	15,8	..	107,5	194,2	196,7
Spain	11,1	11,4	10,6	12,9	10,9	12,0	15,1	12,9	72,4	79,2	129,9	127,8
Portugal	10,2	10,6	6,1	6,4	10,7	10,0	7,7	7,6	87,2	99,3	126,2	136,0

2008). Il risultato è un aumento dell'indebitamento privato dell'80%. Di conseguenza, l'*housing boom* è stato accompagnato da un netto aumento del rapporto tra credito privato (prestiti) e PIL, come si può osservare dall'analisi della tabella sottostante (figura 6)²⁰: se nei paesi centrali, come Germania e Francia, tale rapporto è rimasto costante o è cresciuto leggermente tra il 2000 e il 2008, al contrario nello stesso periodo è raddoppiato in Irlanda (dall'1% al 2,02%) e in Spagna (dallo 0,87% all'1,71%).

Figura 6 - Domestic credit - ratios to GDP

	Germany	France	Italy	Ireland	Greece	Spain	Portugal
2000	1,06	0,72	0,71	1,00	0,42	0,87	1,10
2004	1,01	0,76	0,78	1,26	0,62	1,11	1,24
2008	0,95	0,95	0,97	2,02	0,85	1,71	1,51

Questi dati mostrano chiaramente che l'alta crescita registrata, specialmente da Spagna e Irlanda, non era il risultato di un processo di convergenza ma il risultato di un modello basato su *asset bubbles* e dipendenza da capitale estero: il capitale è stato allocato in settori che hanno permesso elevati tassi di crescita, mascherando tuttavia fragilità e debolezze che questi stessi investimenti hanno contribuito a creare.

Infatti, l'alto tasso di crescita del PIL nei paesi periferici non è stato sostenuto da un significativo miglioramento nelle loro diverse misure di produttività: non si è investito in ciò da cui dipende l'aumento della produttività (in conoscenze, nuovi prodotti o processi produttivi), e questo spiega la mancanza di crescita nel lungo periodo. Tale elemento è stato ulteriormente approfondito da Giavazzi e Spaventa, con particolare riferimento ai casi emblematici di Spagna e Irlanda²¹. Nei due paesi, un alto tasso di crescita, che contribuiva a fornire supporto alle teorie della convergenza, è stato trascinato da un boom nel settore immobiliare. I flussi finanziari compensativi sono stati quindi canalizzati verso la produzione di beni *non-traded e non-*

¹⁹ Fonte: GIAVAZZI e SPAVENTA, (2010), p. 22.

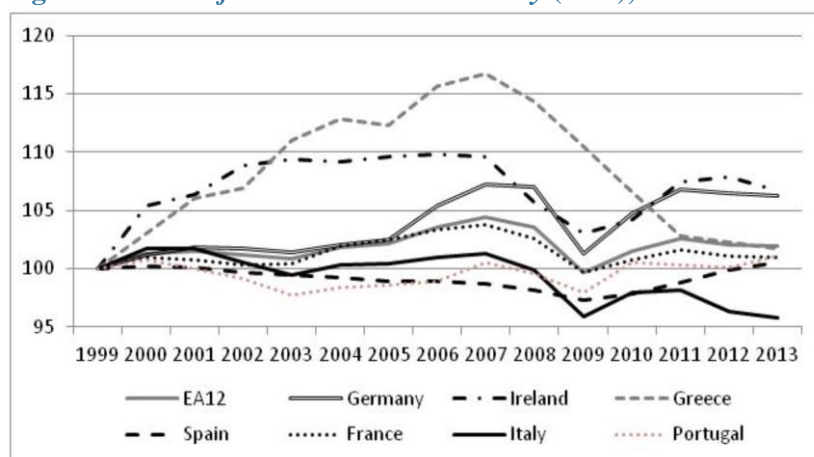
²⁰ *Ibidem*.

²¹ *Ibidem*.

tradable, finanziando più alti livelli di consumo e non aumentando la capacità esportatrice e produttiva dei paesi in questione. L'investimento nel settore edile può anche generare crescita, come ha provato l'evidenza dell'aumento esponenziale dei tassi di crescita della Spagna negli anni precedenti alla crisi: è sicuramente volano dell'economia e crea occupazione diretta e indotta, ma non crea capacità esportatrice. Infatti, un eccesso di prestito estero per la produzione di beni *non-tradable* equivale a maggiore consumo nazionale e non a investimenti produttivi²². Evidenza empirica a dimostrazione di questo elemento è riscontrabile nell'analisi dell'andamento della Produttività Totale dei Fattori (TFP) nei diversi paesi periferici, un'importante componente della crescita economica, (nonostante sia controversa a livello teorico e in termini di misurazione). Secondo la sua più generale definizione è la porzione di output non spiegata dal totale di input utilizzati nella produzione; è infatti calcolata come residuale e il suo livello è determinato da quanto efficientemente e intensivamente gli input sono utilizzati nella produzione²³. Questo indice può essere quindi interpretato come un indicatore dell'efficienza o inefficienza esterna che caratterizza l'attività delle imprese: ne deriva che le dinamiche del TFP misurano il livello di organizzazione e innovazione delle stesse, oltre alla qualità dell'impostazione istituzionale e sociale in cui operano. Attraverso l'analisi dell'andamento di questo indice nei paesi periferici, è facilmente osservabile il basso livello di efficienza degli investimenti in questi paesi. Tra il 1999 e il 2005, il tasso di crescita del TFP era sotto la media dell'area euro per i paesi periferici: in particolare di circa il 4,5% in Spagna, Italia, Portogallo e Francia, del 10% in Irlanda e del 17% in Grecia (figura 7²⁴).

La crisi finanziaria internazionale ha peggiorato la situazione: il TFP è diminuito ovunque e la caduta è stata particolarmente severa nei paesi periferici. Sulla base di quanto argomentato in precedenza. E' quindi facile comprendere come gli ingenti

Figura 7- Index of Total Factor Productivity (TFP), 1999 = 100



²² Si potrebbe obiettare che la vendita o l'affitto di immobili a non residenti sono registrate come Investimenti Diretti Esteri, ma rappresentano una piccola frazione rispetto al totale.

²³ DEL HOJO J. *et al.* (2017).

²⁴ CANOFARI P. *et al.* (2015), p.55.

afflussi di capitali e i conseguenti investimenti dei paesi periferici non abbiano migliorato i fondamentali macroeconomici in questi paesi dal momento che erano principalmente guidati da speranze di alto profitto nei settori finanziari e immobiliari. Il peso crescente del settore immobiliare nella componente degli investimenti potrebbe contribuire a spiegare questo andamento del TFP, soprattutto in paesi come Spagna e Irlanda: il settore edile risulta essere un settore meno esposto alla produttività, in quanto settore *non-tradable*, che non consente di migliorare la struttura produttiva di un sistema economico. Nonostante non ci sia una correlazione univoca tra TFP e qualità degli investimenti, è allo stesso tempo noto come la produttività totale dei fattori può essere considerata un indicatore che riflette in parte la qualità della *performance* produttiva e competitiva di un sistema economico, insieme alla produttività del lavoro. Infatti, se gli investimenti provenienti dai flussi finanziari fossero stati indirizzati verso investimenti in settori in grado di migliorare sia la *performance* produttiva che quella competitiva dei paesi periferici, questi avrebbero potuto fronteggiare lo scoppio della crisi attraverso un sistema economico rafforzato.

Al contrario, l'insieme di questi elementi ha contribuito alla creazione di un modello di crescita distorto nei paesi periferici, mascherato da alti tassi di investimenti e da alti tassi di crescita, addirittura superiori a quelli registrati nei paesi *core*. Tuttavia, tali carenze negli investimenti, osservate nei paesi periferici nel primo decennio (o quasi) di vita dell'area euro, hanno reso evidenti le conseguenze e gli effetti di un'allocazione inefficiente dei capitali successivamente allo scoppio della crisi finanziaria internazionale, che ha al contempo dimostrato le debolezze dei modelli di convergenza.

1.3 LE CONSEGUENZE DELLA FRAGILITA' DEGLI INVESTIMENTI

La crisi finanziaria internazionale ha rivelato l'inadeguatezza degli investimenti effettuati nel periodo tra il 1999 e il 2007 da parte dei paesi periferici. Infatti, tali investimenti hanno contribuito ad alimentare bolle speculative in vari settori, invece che rafforzare la struttura produttiva di tali paesi. Allo scoppio della crisi, questi si sono dunque scoperti impotenti nel fronteggiarla, a causa di investimenti inefficienti e distorsivi, che non hanno permesso di affrontare la crisi attraverso una struttura produttiva rafforzata da dieci anni o quasi di investimenti adeguati e da più alti livelli di competitività.

Quando la crisi finanziaria e internazionale si è trasformata in crisi reale dell'economia, colpendo l'area euro tra il 2008 e il 2013, ha provocato conseguenze rilevanti e asimmetriche: l'impossibilità di compensare gli squilibri negativi nelle partite correnti ha costretto i paesi periferici ad adottare misure restrittive che hanno comportato un brusco stop alla precedente e ormai insostenibile crescita economica e la conseguente caduta in recessione, hanno motivato l'improvvisa diminuzione dei flussi in entrata dei capitali esteri che finanziavano i disavanzi nella bilancia dei pagamenti. In particolare, i creditori dei paesi *core*, come per esempio la Germania, hanno interrotto il flusso dei proventi relativi ai loro avanzi nelle partite correnti verso i paesi periferici, avendo perso la fiducia relativa all'insolvenza di questi paesi: i detentori di ricchezza dei paesi *core* hanno quindi drasticamente ridotto i loro investimenti finanziari negli stati membri più fragili, e questi non hanno potuto più finanziare i loro deficit attraverso i flussi di capitale, come previsto dalla teoria della convergenza. Attraverso l'analisi di Merler, Pisani-Ferry, è possibile osservare come Grecia, Irlanda, Italia, Portogallo e Spagna abbiano attirato significativi flussi di capitale privato dal 2002 al 2007/2009; a ciò è seguita una evidente ed immediata interruzione dei flussi. In particolare, nel dicembre 2011 i flussi di capitale in uscita in Grecia sono scesi al 40% del PIL, e al 70% nel giugno 2012. In Irlanda hanno raggiunto il 70% del PIL nel 2007²⁵ Anche per Italia, Portogallo e Spagna si registra un netto calo dei flussi provenienti dai paesi *core*. Man mano che i prestiti pubblici e privati venivano a scadenza, le banche hanno iniziato a non rinnovarli, ritirando i capitali utilizzati per gli investimenti dai paesi periferici. Inoltre, in alcuni paesi addirittura il flusso di capitale si inverte e vi è una fuga di capitali: se l'Unione economica e monetaria nei primi anni aveva diminuito l'*home bias* per gli investitori internazionali²⁶, uno shock esogeno negativo come la crisi finanziaria internazionale ha naturalmente aumentato l'incertezza e la convenienza a trasferire capitali nei paesi periferici, con una conseguente inversione del flusso di capitali. Gli investimenti privati si sono così interrotti, sospendendo la compensazione degli squilibri nelle partite correnti dell'area euro e smascherando il modello apparentemente virtuoso di convergenza e crescita. Ciò dimostra che, al contrario di quanto previsto, gli alti tassi di crescita registrati dai paesi periferici nei primi anni di vita dell'Unione economica e monetaria hanno implicato maggiori squilibri strutturali, diventati un fattore importante all'interno della crisi

²⁵ MERLER S., PISANI-FERRY J. (2012).

²⁶ Come osservato da GROS D. (2012), l'eccesso di risparmio nei paesi centrali era canalizzato verso i paesi periferici attraverso intermediari, quali il sistema bancario, compagnie assicurative e fondi pensionistici. Questi intermediari bancari e non bancari avevano un forte *bias* nell'investire all'interno dell'area euro rispetto ad un *home bias*. Questo rafforza le motivazioni che spiegano perché, prima della crisi finanziaria internazionale, l'eccessivo risparmio nei paesi centrali era ampiamente investito nei paesi periferici.

europea: se gli squilibri nelle partite correnti nei primi anni di vita dell'euro sono inizialmente sembrati rappresentare un fattore di convergenza e crescita, attraverso flussi compensativi e investimenti, hanno anche reso evidenti le conseguenze derivanti da una inefficiente allocazione di capitale.

L'evidenza ha mostrato che il processo di *catching up* è stato caratterizzato da bolle negli investimenti, soprattutto nel settore edile - come nel caso di Spagna e Irlanda - e da un aumento netto dei consumi privati - per Portogallo e Grecia. I paesi periferici, mirando a sostenere la crescita inefficiente sia di investimenti sia di consumi correnti, hanno accresciuto la loro dipendenza dai finanziamenti esterni, senza tuttavia rafforzare la loro capacità produttiva, che ha avuto come conseguenza una *internal overcapacity*²⁷. Ma questi investimenti non avevano creato un adeguato ritorno, e nel frattempo era diminuita la competitività per via dell'aumento dei costi e dei salari generati dalla crescita. Questa, insieme agli effetti della crisi finanziaria internazionale, si è trasformata rapidamente in sfiducia sulla sostenibilità dell'elevato debito privato e pubblico che nel frattempo avevano accumulato.

L'inefficienza dei precedenti investimenti si palesa quando i paesi periferici si scoprono impotenti a fronteggiare la crisi e, dunque, non hanno altra scelta che fare una brusca restrizione delle politiche di bilancio e cadere nella recessione.

In definitiva, è noto come l'integrazione finanziaria e l'eliminazione dei rischi di cambio e di liquidità, insieme al conseguente aumento dei tassi di rendimento sul capitale, abbia attirato massicci flussi di capitali nei paesi periferici. Seppur previsto dalle teorie che prospettavano una convergenza tra gli stati membri dell'area euro, ciò ha creato le basi per un *credit boom* e conseguenti bolle negli investimenti, in seguito a investimenti in settori *non-tradable*²⁸: questo ha comportato maggiore squilibrio, reso evidente quando la crisi finanziaria internazionale è passata all'economia reale e si è trasformata in crisi europea dei debiti pubblici e del settore bancario. Gli investimenti appaiono una componente chiave per rilanciare la crescita e la convergenza, come evidenziato dalla teoria neoclassica. Per ottenere una crescita sostenibile e di lungo periodo però è necessaria una efficace allocazione del capitale, tale da indirizzare quest'ultimo verso investimenti che stimolino la produttività. Infatti, l'esperienza dei paesi periferici ha provato che un eccessivo investimento in settori *non-tradable* (come quello immobiliare) non crea le condizioni per una crescita sostenibile, ma rischia di creare un modello illusorio di crescita fragile e apparente, basato su *asset bubbles* e speculazioni.

²⁷ JAUMOTTE F., SODSRIWIBOON P. (2010).

²⁸ Come sostenuto da BORIO *et al.* (2011), la crescita eccessiva del credito nel settore privato (*credit boom*) è stata rafforzata dai flussi finanziari compensativi; i *credit boom* rappresentano uno dei principali fattori che guidano verso l'instabilità finanziaria (JORDA *et al.* 2010).

L'esperienza dei paesi periferici nel primo decennio di vita dell'Unione economica e monetaria, insieme agli effetti scaturiti in seguito alla crisi finanziaria internazionale e alle risposte di *policy* da parte delle istituzioni europee, costituiscono la premessa per la creazione di un Piano di finanziamento agli investimenti a livello europeo, che permetta di indirizzarli in settori produttivi e di eseguire una valutazione attenta di costi e benefici, al fine di creare una crescita sostenibile di lungo periodo. Infatti, se è vero che gli investimenti sono necessari per un processo di crescita e convergenza all'interno dell'area euro, risulta necessario che essi confluiscono in settori produttivi, che portino ad una crescita sostenibile a lungo termine e che non esauriscano i loro effetti nel breve periodo. L'analisi degli effetti delle carenze degli investimenti che si sono manifestati in seguito alla crisi finanziaria internazionale hanno mostrato come un aumento del tasso degli investimenti può considerarsi una condizione necessaria ma non sufficiente per una crescita robusta e per la convergenza tra stati membri: si rivela infatti necessario un piano che fornisca linee guida ben precise e che ne permetta un'allocazione ottimale.

1.4. LA NECESSITA' DI UN PIANO DI INVESTIMENTI: VERSO UN PIANO

PER L'EUROPA

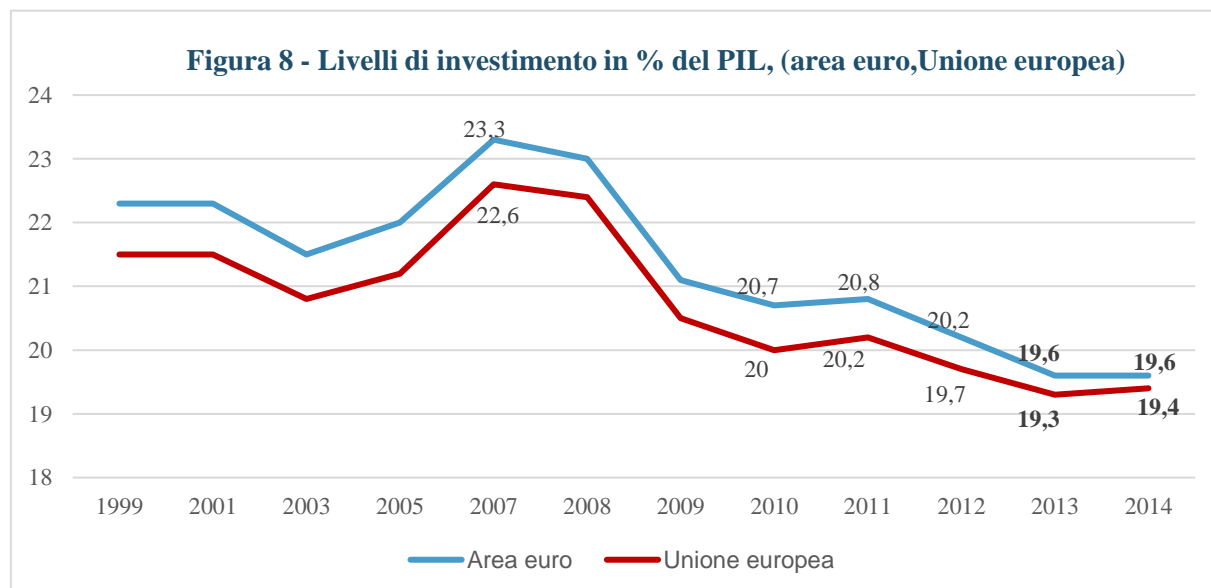
L'analisi, dedicata ai primi anni di vita dell'euro, aveva l'obiettivo di mostrare l'importanza degli investimenti come fattore cruciale per la crescita e per la convergenza tra stati membri. Specie l'esplosione della crisi finanziaria ha reso evidente l'importanza di un'allocazione efficiente degli investimenti: a fronte delle evidenti asimmetrie e dell'instabilità causate dalla crisi, violenti aggiustamenti recessivi sono stati resi necessari nei paesi periferici per riassorbire gli ormai insostenibili squilibri negativi delle partite correnti.

Gli anni successivi alla crisi finanziaria internazionale (2011-2013) sono stati caratterizzati da stagnazione e recessione a livello aggregato dell'area euro e la recessione crea momenti drammatici per molti paesi. Il tasso di crescita del PIL dell'intera area euro, diventato negativo nel quarto trimestre del 2011, rimarrà tale per sei semestri consecutivi, segnando un periodo di recessione. Nonostante alcuni paesi abbiano registrato solo un periodo di stagnazione (come la Germania, che ha registrato una crescita negativa del PIL per due semestri ma non consecutivi), per la maggior parte dei paesi il periodo di recessione si estenderà dalla seconda metà del 2011 fino alla metà del 2013. Inoltre, per quanto riguarda i paesi periferici, la recessione appare

particolarmente severa, aggravata dall'attuazione di politiche di tipo recessivo, volte al riaggiustamento degli squilibri della bilancia commerciale, prolungandosi per tutto il 2013 e per alcuni trimestri del 2014 (come per l'Italia). Caratteristica rilevante di questa fase di stagnazione e recessione europea, è la grande debolezza degli investimenti: l'incidenza degli investimenti sul PIL subisce infatti ulteriori cadute.

Il tasso di investimento complessivo registrato dall'area euro nel 2013 era solo del 19,3% del PIL, in netto calo se si considera il 23,3% registrato nel 2007, picco del *boom* degli investimenti. In questa fase, il calo degli investimenti era riscontrabile in tutti i settori (e non solo nel settore immobiliare a causa dello "scoppio" delle bolle speculative), anche se gli investimenti nel settore pubblico hanno giocato un ruolo relativamente secondario: in termini assoluti, il loro calo è di solo metà punto percentuale (da 2,5% a 2,0% del PIL)²⁹.

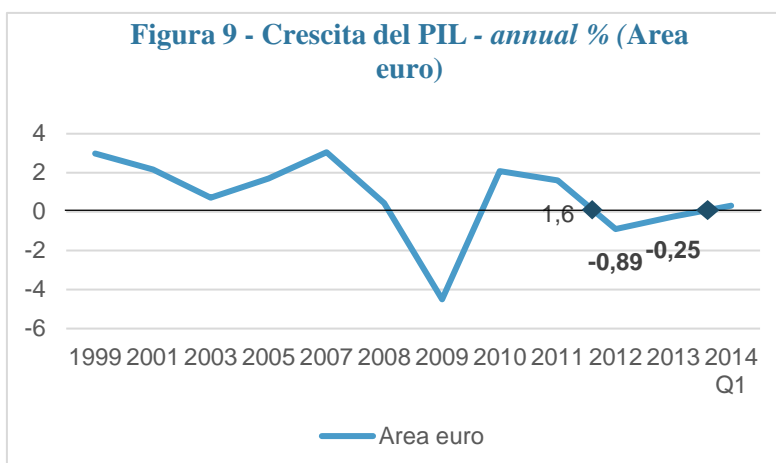
Sebbene la metà del 2013 abbia segnato l'uscita dell'area euro dalla recessione economica, la ripresa appariva ancora debole e non fondata su adeguati investimenti. Gli investimenti apparivano ancora insufficienti e subivano un ulteriore calo (figura 8³⁰); inoltre, alcuni paesi periferici presentavano ancora delicati problemi strutturali e di stagnazione.



²⁹ GROS D. (2014), p. 3 - *Euro area: Investment by sector, % of GDP (HH= households, GG=general government and C= corporate sector)*.

³⁰ Fonte: Elaborazione propria di dati, Eurostat.

La difficoltà nella ripresa e le deboli iniziative di *policy*³¹ da parte delle istituzioni europee si riflettevano nei fondamentali macroeconomici dell'area euro; nel 2014 soffrivano ulteriori venti di stagnazione. Infatti, se nei primi mesi si registrava un'apparente crescita, a metà del 2014 l'area euro era nuovamente in stagnazione, con tassi di crescita tra lo 0,1% e lo 0,3% del PIL (figura 9)³². Si riscontrava stagnazione anche nei tassi di disoccupazione (11%).



A metà del 2014, tali dati riflettevano un'improbabile robusta e duratura ripresa degli investimenti, o anche solo un ritorno ai livelli del periodo immediatamente precedente alla crisi, in assenza di un'azione circoscritta ed efficace dal punto di vista istituzionale³³. Dopo più di circa sei anni dallo scoppio della crisi finanziaria globale, la ripresa economica era lenta e debole non solo nell'area euro, ma in tutta l'Europa. Nel 2014 gli investimenti nell'Unione europea a livello aggregato (19,4% rispetto al PIL) registravano un calo significativo pari al 15% (circa 430 miliardi) rispetto al picco del 2007 (figura 8). Il calo appariva ancora più pronunciato negli stati membri periferici dell'area euro, dove il calo ha raggiunto percentuali al ribasso tra il 25 e il 60%, come Italia (-25%), Portogallo (-36%), Spagna (-38%), Irlanda (-39%) e Grecia (-64%). Nonostante questi dati possano non essere considerati sorprendenti in relazione al *credit boom* e al conseguente picco degli investimenti del 2007, come argomentato da D. Gros³⁴, tuttavia appaiono preoccupanti, anche in relazione a previsioni solo parzialmente positive per gli anni a venire: come sottolineato dalle previsioni economiche dell'autunno 2014, il basso tasso degli investimenti è da considerare una delle cause principali della debolezza

³¹ Le prime risposte di *policy* a livello europeo all'impatto della crisi non si sono mostrate efficaci: la politica monetaria espansiva praticata dalla Banca Centrale Europea (attraverso iniziative di politica convenzionale, quali l'abbassamento del tasso di interesse di *policy* e operazioni di mercato aperto, LTRO), che avrebbe potuto stimolare la crescita, non ha trovato una sponda nella politica fiscale restrittiva attuata sia a livello nazionale da parte dei governi degli stati membri, sia a livello europeo da parte delle istituzioni (varo del *Six Pack*, *Fiscal Compact*, *Two Pack*).

³² Fonte: Elaborazione propria di *World Bank National accounts data, and OECD National accounts data files*.

³³ BONATTI L. (2016).

³⁴ GROS D. (2014).

della ripresa economica,³⁵ e questa evoluzione potrebbe incidere negativamente anche sulla creazione di posti di lavoro, sulla crescita a lungo termine e sulla competitività.

In questa cornice si inseriscono le importanti elezioni parlamentari di maggio 2014, in cui prende vita il nuovo assetto politico europeo che avrà il compito di rispondere alla debole situazione economica europea di quel periodo. Jean-Claude Juncker, neo-eletto Presidente della Commissione europea³⁶, sin da subito ha concentrato i suoi sforzi in modo significativo sulla risoluzione pronta ed efficace della crisi economica, ravvisando la necessità di rendere primari l'impegno per una forte e concreta ripresa degli investimenti in Europa, al fine di permettere una ripresa in termini di crescita e occupazione. Questo obiettivo è stato pubblicamente e ufficialmente dichiarato dal Presidente della Commissione europea in diverse occasioni. A luglio 2014, in occasione della presentazione della nuova composizione della Commissione europea al Parlamento europeo, ha manifestato il fulcro della sua azione politica, in particolare affermando: “la mia priorità come Presidente della Commissione, che sarà anche il filo conduttore di tutte le proposte presentate, consisterà nel rilanciare la crescita e rafforzare la competitività in Europa, incoraggiando gli investimenti finalizzati alla creazione di nuovi posti di lavoro; abbiamo bisogno di investimenti più intelligenti, di interventi più mirati, di una minore regolamentazione e di una maggiore flessibilità nell'uso dei fondi pubblici”³⁷. In questa direzione si pone anche la richiesta da parte del Consiglio nel contesto dell'ECOFIN informale del 13 settembre 2014 alla Commissione europea e alla BEI, in coordinazione con gli stati membri, di avviare una *task force* al fine di creare una panoramica sull'andamento e sulle principali necessità degli investimenti in Europa, per creare un primo tassello nella realizzazione del pacchetto proposto dal Presidente Juncker “*Jobs, Growth and Investment*”. Nel *final Report* si legge che “*Decisive action is needed in order to create a stable economic, financial and regulatory environment enhancing investment and restoring Europe's attractiveness. The current subdued level of investment activity jeopardises Europe's long-term growth potential. It leads to an erosion of the existing productive capital stock. Europe is not making the productive investment in human and physical capital that is needed for future*

³⁵ EUROPEAN COMMISSION (2014a).

³⁶ Per la prima volta il Presidente della Commissione europea è stato designato dal Parlamento europeo, sulla base dell'articolo 17, paragrafo 7 del Trattato sull'Unione Europea.

³⁷ Plenaria del Parlamento europeo, 15 luglio 2014, Strasburgo. (http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-984_en.htm).

competitiveness, growth and employment, and is thus falling behind other leading economies worldwide".³⁸

E' sulla base di queste premesse che una delle prime e concrete iniziative di *policy* con cui ha reagito la nuova *governance* europea è stata proprio la proposta di uno schema dettagliato che prevedeva l'avvio di un piano di investimenti da 315 miliardi di euro, che nasceva dall'idea di fronteggiare la forte caduta degli investimenti: il Piano di Investimenti per l'Europa. La proposta, presentata dalla Commissione europea al Parlamento europeo con la Comunicazione "*An investment plan for Europe*" il 24 novembre 2014, menziona che: "l'Europa ha urgentemente bisogno di un piano per gli investimenti. Come conseguenza della crisi e economica e finanziaria, il livello degli investimenti nell'Unione Europea è crollato significativamente rispetto al suo picco nel 2007"³⁹.

Risulta visibile come la cura per la crescita anemica dei paesi dell'area euro consista in una massiccia dose di investimenti pubblici finanziati in deficit. Secondo molti economisti (tra cui LUIGI BONATTI, 2016) un rilancio in grande stile degli investimenti, affiancato da politiche monetarie espansive (come il *Quantitative Easing* varato dalla BCE a ottobre 2014), risultava assolutamente necessario per dare impulso ad una crescita sostenibile nell'area euro ("la sfida è utilizzare in modo produttivo il risparmio e la liquidità finanziaria per sostenere un'occupazione e una crescita sostenibili in Europa"⁴⁰). Esisteva infatti ampio consenso sulla necessità di intraprendere investimenti ad alto rendimento, in grado di combinare un effetto dal lato della domanda con un'efficace azione sul lato dell'offerta, che contribuisse ad alzare il sentiero della crescita di lungo periodo della produttività e dell'*output* ("è necessario agire contemporaneamente su più fronti, intervenendo sia sul lato della domanda che su quello dell'offerta economica"⁴¹). Secondo le stime del Fondo Monetario Internazionale, in condizioni di recessione l'effetto degli investimenti si può stimare in media in un aumento del PIL dello 0,4% per ogni aumento dell'1% degli investimenti. Gli investimenti pubblici in Europa hanno sofferto negli anni successivi alla crisi dei vincoli fiscali legati a politiche di austerità, volte alla riduzione degli squilibri macroeconomici; contemporaneamente, gli investimenti privati hanno risentito della caduta della domanda, dell'incertezza delle aspettative, dell'aumento dei rischi geopolitici.

³⁸ EIB, EUROPEAN COMMISSION, MEMBER STATES (2014), p. 8.

³⁹ EUROPEAN COMMISSION (2014b).

⁴⁰ *Ibidem*.

⁴¹ *Ibidem*.

La proposta del Piano Juncker rappresenta il compromesso politico faticosamente raggiunto in risposta a questa contraddizione di fondo, per cui si chiedeva l'intervento europeo per finanziare investimenti che i mercati europei appaiono riluttanti a finanziare, ma si desiderava che ciò avvenisse su basi di logiche di mercato. Dato il ruolo cruciale degli investimenti per una crescita stabile e sostenibile e per una convergenza per stati membri e l'evidente necessità di un'allocazione efficiente dei capitali, il Piano Juncker sembra rappresentare una risposta di *policy* adeguata per poter non solo risollevarne gli investimenti, ma anche creare occupazione, robusta crescita e rafforzare la competitività in Europa, in seguito ad anni di particolare incertezza e fragilità.

Conclusioni

Data l'analisi dei primi anni di vita dell'euro (partendo dagli squilibri nelle partite correnti degli stati membri, che rispecchiavano le dinamiche tra stati centrali e periferici dell'area euro, e quindi i flussi compensativi che finanziavano gli investimenti e una crescita, rivelatasi poi illusoria) appare adeguata e necessaria la scelta di *policy* della nuova *governance* europea di creare un Piano per gli investimenti in Europa. In particolare, se i primi anni di vita dell'euro hanno mostrato la crucialità degli investimenti per l'area euro, gli anni successivi alla crisi finanziaria internazionale hanno reso evidente l'importanza di un'allocazione efficiente degli stessi, affinché permettano di rafforzare la struttura produttiva dei paesi e permettere una crescita robusta e sostenibile.

Se tali premesse appaiono sufficienti per poter comprendere la necessità di intraprendere un'azione per il rilancio degli investimenti, appare allo stesso tempo doveroso analizzare anche le modalità di implementazione del Piano Juncker, per comprendere se questa nuova iniziativa di *policy* abbia effettivamente portato alla concreta realizzazione degli obiettivi prefissati. Infatti, risulta evidente che in questa cornice, come evidenziato da BONATTI (2016), la proposta di un Piano per gli investimenti in Europa e il conseguente impulso della domanda può aiutare a rilanciare in modo non effimero e ad alzare in modo duraturo il sentiero della crescita sostenibile in questi paesi solo se: 1) è accompagnato da uno shock permanente dal lato dell'offerta che agisca sia sui costi di produzione che su produttività ed efficienza, riducendo così il gap strutturale di competitività che limita il potenziale di crescita specialmente nei paesi periferici; 2) gli investimenti contemplati dal piano sono selezionati in modo rigoroso solo sulla base di una severa analisi costi-benefici e siano effettuati in tempi rapidi e senza sprechi; 3) gli

investimenti pubblici attivano investimenti privati ad essi complementari (*crowd-in effect*). Per quanto riguarda il primo punto, esso dipende da riforme strutturali che agiscano sui costi e sull'andamento della produttività; esse però appartengono alla competenza degli stati membri e quindi l'agenda di tali riforme varia in ognuno di essi. L'analisi di seguito proposta si soffermerà quindi sull'approfondimento degli altri due elementi, attraverso l'esame e la valutazione delle modalità di implementazione e dei risultati del Piano per gli Investimenti, partendo dal presupposto che le riforme strutturali siano implementate dai paesi stessi.

CAPITOLO SECONDO

IL PIANO DI INVESTIMENTI PER L'EUROPA

Struttura operativa, potenzialità e possibili limiti

Introduzione

Il Piano per rilanciare gli investimenti in Europa annunciato il 26 novembre 2014 dalla nuova Commissione europea ha rappresentato una forte risposta alla situazione di fragilità successiva alla crisi finanziaria internazionale. La prima fase di vita dell'area euro (1999-2007) è stata caratterizzata da elementi di fragilità relativi a carenze nella qualità degli investimenti, provenienti da un'allocazione inefficiente di questi ultimi; nella seconda fase di risposta alla crisi, si è registrato un elevato calo del livello degli investimenti con problematiche associate alla quantità di investimenti. Con l'uscita dalla recessione nella terza fase, l'area euro, e in particolare i paesi periferici, registrano tuttavia investimenti ancora non sufficienti. Questo sottolinea la presenza di: i) persistenti problematiche relative alla quantità degli investimenti, ii) fragilità associate alla qualità degli investimenti.

E' proprio dalla volontà di dare una risposta a questi elementi, sottolineati anche dall'esortazione da parte del Consiglio europeo di giugno 2014⁴², che ha preso forma la nuova consapevolezza della necessità di un intervento a tutto campo e di un nuovo modello di finanziamento per spezzare il circolo vizioso indotto dalla carenza di investimenti e dalle problematiche relative ad un'allocazione inadeguata di questi ultimi. Il rilancio degli investimenti per la crescita, che costituisce una delle cinque priorità politiche indicate dal neo-eletto Jean Claude Juncker a luglio 2014⁴³, costituisce il nucleo dell'*Investment Plan for Europe*. Il Piano mira a fornire una risposta concreta alle fragilità riscontrate in termini di investimenti sia dall'area euro che dall'Unione europea, rilanciando gli investimenti attraverso un'azione collettiva ed efficace, che non rappresenti una misura "una tantum", ma una vera e propria "offensiva sugli investimenti".

⁴² EUROPEAN COUNCIL (2014).

⁴³ J.C. Juncker, *A new start for Europe: my agenda for jobs growth farine and democratic chance, Political Guidelines for the next European Commission*, Opening Statement in the European Parliament Plenary Session, Strasburgo, 15 Luglio 2014. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/juncker-political-guidelines-speech_en.pdf

Nell'annuncio del Piano a novembre 2014 il Presidente Juncker ha sottolineato tali necessità, indirizzate a riportare la fiducia in un quadro caratterizzato dall'incertezza generale dell'economia e in particolare nel potenziale economico dei progetti, che riesca a superare i limiti e gli ostacoli presenti, come la debolezza della domanda, i margini di profitto ridotti, le difficoltà del settore bancario dovute a crediti deteriorati e dalle perduranti condizioni di credito rigorose, in particolare per le piccole e medie imprese (PMI) e per alcuni settori; sfruttare e mobilitare in modo efficiente e produttivo il risparmio elevato e i volumi di liquidità finanziaria disponibili (grazie alle mosse di politica monetaria espansiva, e anche al *Quantitative Easing* annunciato successivamente dalla BCE il 22 gennaio 2015); riportare prevedibilità e chiarezza nelle politiche e nel quadro normativo, caratterizzato spesso da inefficienze della pubblica amministrazione, del sistema giudiziario, del contesto imprenditoriale e del limitato sviluppo del mercato dei capitali. Queste volontà rappresentano la premessa per comprendere il nuovo Piano che ha come obiettivo finale l'instaurazione di un circolo virtuoso in cui i progetti d'investimento concorrano al sostegno dell'occupazione e della domanda, e determinino un miglioramento duraturo delle potenzialità di crescita.

In questa sezione verranno analizzati la proposta istituzionale e la struttura operativa del Piano Juncker (paragrafo 2.1), e in particolare le sue iniziative dirette e indirette volte al superamento degli ostacoli in termini quantitativi (paragrafo 2.2), approfondendone inoltre le potenzialità e le modalità attraverso cui si prefigge di superare gli ostacoli collegati alla qualità degli investimenti (paragrafo 2.3). Ne deriva un disegno complesso e ambizioso, che, oltre a mostrare evidenti potenzialità, manifesta anche potenziali limiti, accendendo dubbi, perplessità e critiche, che saranno esplorate nel quarto paragrafo (2.4).

2.1 LA STRUTTURA OPERATIVA DEL PIANO

A seguito del discorso al Parlamento europeo di luglio 2014 in cui il neo-eletto Jean Claude Juncker accennava alla necessità di rilanciare gli investimenti in Europa, la Commissione europea ha lavorato per l'elaborazione di un Piano in grado di rispondere alle difficoltà e alle fragilità economiche affrontate dall'Unione Europea, presentato a Bruxelles quattro mesi dopo con la Comunicazione 903 (2014) del 26 novembre 2014. Il Piano è articolato su tre pilastri, che si rafforzano a vicenda: i) la mobilitazione di almeno 315 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi nel triennio 2015-2018, al fine di massimizzare l'impatto delle risorse pubbliche e sbloccare gli investimenti privati attraverso la creazione del Fondo strategico per gli investimenti

(FEIS)⁴⁴; ii) iniziative mirate per garantire che questi investimenti si traducano in investimenti addizionali effettivamente realizzati, attraverso la creazione di un Polo di consulenza europeo sugli investimenti (PECI) e un Portale dei progetti di investimento europei (PPIE) ; iii) azioni volte a eliminare gli ostacoli agli investimenti al fine di moltiplicare gli effetti del Piano, rendendo l'Europa più attraente dal punto di vista degli investimenti. In riferimento ai primi due obiettivi strategici, il Piano di Investimenti per l'Europa viene varato congiuntamente dalla Commissione europea e dalla Banca europea per gli investimenti (BEI); il terzo pilastro indica invece interventi auspicabili da parte sia delle istituzioni europee sia degli stati membri.

Il Piano si basa su un meccanismo complesso di leva finanziaria: l'idea chiave è aumentare la capacità di rischio utilizzando i fondi pubblici, per incoraggiare i promotori dei progetti e attirare finanziamenti privati a favore di progetti di investimento validi che altrimenti non potrebbero essere realizzati. una delle misure essenziali per l'implementazione del Piano, ed in particolare per raggiungere l'ambiziosa cifra dei 315 miliardi di euro di mobilitazione di investimenti è la creazione di un Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), che costituisce il primo pilastro. Questo nuovo Fondo, istituito dal Regolamento (UE) 1017/201⁴⁵, può essere considerato il nucleo operativo e lo strumento fondamentale per l'attuazione dell'*Investment Plan*: sostiene i progetti di investimento in settori chiave e copre il rischio associato ai finanziamenti a lungo termine, agevolandone l'accesso per le imprese. In particolare, le risorse sono indirizzate verso cinque ambiti principali d'intervento: infrastrutture, ricerca, sviluppo e innovazione; investimenti in educazione, formazione, sanità; sviluppo e modernizzazione del settore dell'energia, delle rinnovabili e dell'efficienza energetica; supporto finanziario per le PMI e le imprese a media capitalizzazione (mid-cap)⁴⁶.

Un partner essenziale per il raggiungimento di questo obiettivo e per la creazione del FEIS è rappresentato dalla Banca Europea per gli Investimenti⁴⁷. Il Fondo infatti viene creato in seno a quest'ultima, "quale meccanismo distinto, chiaramente identificabile e trasparente, e quale conto separato"⁴⁸. Grazie al partenariato tra la BEI e la Commissione, la capacità iniziale del FEIS

⁴⁴ *European Fund for Strategic Investments* (EFSI).

⁴⁵ COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, EUROPEAN PARLIAMENT (2015)

⁴⁶ Per PMI si intendono le imprese con 250 o meno impiegati; per imprese a media capitalizzazione (mid-cap) si intendono aziende (con 3000 o meno impiegati).

⁴⁷ La BEI ha sempre costituito un soggetto essenziale per gli investimenti in Europa fin dalla sua istituzione nel 1958: in qualità di banca pubblica di sviluppo dell'Unione europea (tutti i paesi ne sono azionisti), fornisce finanziamenti per progetti e investimenti che contribuiscono a realizzare gli obiettivi dell'Unione Europea, sia all'interno che al di fuori dell'Unione. Finanziandosi sul mercato dei capitali privati, la BEI eroga prestiti, garanzie, controgaranzie ed *equity* a condizioni favorevoli, grazie alla sua solidità creditizia che permette di finanziarsi a bassi tassi di interesse (il *credit rate* della BEI è AAA).

⁴⁸ COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, EUROPEAN PARLIAMENT (2015), articolo 4, paragrafo 2.

corrisponde a 21 miliardi di euro: 16 miliardi di euro provengono (al 50 per cento) dalla garanzia del bilancio dell'Unione europea⁴⁹, attraverso il riorientamento di fondi disponibili nell'ambito del margine di flessibilità del bilancio dell'Unione (3 miliardi), del programma *Horizon 2020* (2,2 miliardi) e del *Connecting Europe Facility* (2,8 miliardi)⁵⁰; gli altri 5 miliardi di euro provengono dal capitale della BEI.

Il Regolamento prevede che gli Stati membri possano contribuire al Fondo con apporti di capitale (sotto forma di garanzie o in contanti) direttamente, tramite Piattaforme di investimento regionali, nazionali e/o settoriali, (create per sostenere gruppi di progetti) o attraverso le rispettive *National Promotional Banks* (NPBs) o enti analoghi⁵¹. La partecipazione del settore privato come investitore nel Fondo è uno degli aspetti principali dell'iniziativa. Gli investitori privati possono partecipare direttamente nel cofinanziamento dei progetti o in modo indiretto nel finanziamento di Piattaforme di investimento a fianco delle banche di promozione nazionale.

Il ruolo chiave del FEIS è quello di utilizzare la disponibilità iniziale per poter garantire una maggiore capacità di rischio e quindi mobilitare da fonti sia pubbliche sia (soprattutto) private investimenti aggiuntivi, che altrimenti non sarebbero stati realizzati. Uno dei mezzi con cui raggiungere l'obiettivo iniziale è proprio quello di aumentare la quota di investimenti in Partenariati-Pubblici-Privati.

Ma come si arriva alla cifra ambiziosa stimata dalla Commissione di 315 miliardi di euro? I 21 miliardi inizialmente stanziati da Commissione europea e BEI per la creazione del FEIS attivano due finestre: la prima finestra è costituita da 16 miliardi di euro, gestiti dalla BEI e dedicati a

⁴⁹ Per tutelare il bilancio dell'UE dalle possibili perdite subite dalle attività del FEIS il Regolamento (articolo 12) prevede la creazione di un fondo di garanzia di 8 miliardi di euro (cd. "fondo di garanzia"). Sarà costruito in modo graduale dal bilancio UE in modo da raggiungere un livello obiettivo di 8 miliardi di euro che rappresenta il 50% della garanzia complessiva fornita dall'Unione Europea.

⁵⁰ *Connecting Europe Facility* (o Meccanismo per collegare l'Europa) e *Horizon 2020* sono due importanti iniziative in ambito europeo nel settore ricerca e sviluppo. In particolare, *Connecting Europe Facility* fornisce un'assistenza finanziaria alle reti trans-europee con l'obiettivo di sostenere progetti infrastrutturali di interesse comune in settori come quello dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni, sfruttandone le potenziali sinergie. *Horizon 2020* è il programma quadro per la ricerca e l'innovazione creato dalla Commissione europea, con l'obiettivo di completare il lo spazio europeo della ricerca, attraverso il coordinamento di politiche nazionali di ricerca e la riunione dei finanziamenti di ricerca in alcuni settori per evitarne eventuali duplicazioni.

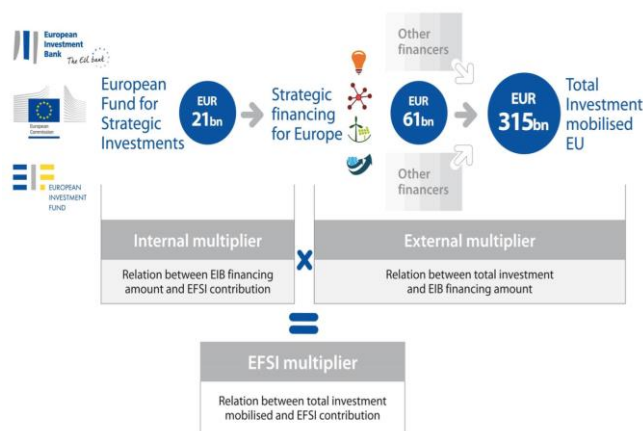
⁵¹ al fine di attivare la partecipazione dei governi europei e ampliare così il contributo degli Stati membri, in seguito all'avallo del Consiglio europeo del 18 e 19 dicembre 2014⁵¹ la Commissione ha pubblicato la Comunicazione COM (2015)012, "*Making best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact*" in cui ha specificato le modalità di applicazione delle norme del PSC in un'ottica di interpretazione degli spazi di flessibilità di bilancio. Uno dei tre obiettivi della Comunicazione interpretativa è la promozione degli investimenti attraverso l'introduzione di una "clausola di flessibilità", secondo la quale le spese per gli eventuali contributi degli stati membri al FEIS nell'ambito del Piano di investimenti per l'Europa non sono tenuti in considerazione ai fini della definizione dell'aggiustamento di bilancio né nel braccio preventivo né in quello correttivo del Patto di stabilità.

finanziamenti per infrastrutture e innovazione (*Investment and Infrastructure Window, IIW*)⁵²; la seconda finestra è costituita dai restanti 5 miliardi di euro, gestiti invece dalla BEI insieme al Fondo per gli investimenti europei (FEI)⁵³, allo scopo di finanziare fondi di fondi e *venture capital* specializzati nel finanziamento delle PMI e delle imprese a media capitalizzazione (*Small and Medium Enterprises Window, SMEW*).

Per la finestra “infrastrutture e investimenti” si ha a disposizione un budget iniziale di 16 miliardi di euro: grazie alla garanzia del FEIS è possibile avere un finanziamento offerto di circa 49 miliardi di euro, attraverso prodotti come i debiti senior a lungo termine, garanzie per progetti a rischio maggiore, prestiti subordinati, *equity* o quasi *equity*. Per quanto riguarda i 5 miliardi di euro stanziati a fondo di garanzia per le PMI e le mid-cap, si stima che i finanziamenti offerti aggiuntivi raggiungano circa 12 miliardi di euro, attraverso *venture capital*, garanzie, cartolarizzazioni e *growth finance*. La funzione del fondo di protezione creditizia per le nuove attività della BEI e del FEI più rischiose permette che i 21 miliardi di euro inizialmente stanziati dalla Commissione europea e dalla BEI vengano trasformati in finanziamenti aggiuntivi offerti attraverso diversi prodotti relativi alle due finestre. Dai 21 miliardi iniziali si arriva così a 61 miliardi di euro attraverso un effetto moltiplicatore pari a 3 stimato dalle istituzioni europee e rappresentato dalla relazione tra le disponibilità finanziarie, messe in campo dalla BEI, e l’effettivo finanziamento erogato dal Fondo (*internal multiplier*). Per coprire il suo effettivo finanziamento, il Fondo aumenta le proprie risorse finanziandosi sul mercato attraverso l’emissione di bond con un *credit rating* a livello BEI (AAA). (figura 10⁵⁴).

Secondo le stime della Commissione europea,

Figura 10 - L'effetto moltiplicatore del FEIS



⁵² Di questi 16 miliardi la BEI ne utilizzerà 11 per emettere bond a garanzia FEIS, raccogliere capitali e prestarli alle imprese (leva interna ed esterna), mentre i restanti 5 saranno erogati come *equity* alle imprese (solo leva interna).

⁵³ Il Fondo europeo per gli investimenti (FEI) è controllato (63,7%) e gestito dalla BEI. I restanti proprietari sono l’Unione europea (24,3%), altre istituzioni finanziarie europee e piccoli azionisti come Cassa depositi e prestiti per l’Italia. E’ un fondo che si occupa dal 1994 di finanza strutturata, attraverso strumenti di debito (garanzie a portafogli di prestito e micro credito fino al 50 per cento) ed *equity* (*venture capital*); il suo status è quello di “banca multilaterale di sviluppo” e ha un *credit rate* corrispondente a quello della BEI. E’ un fondo di fondi; uno degli investimenti più noti è quello riguardante il fondo che ha portato alla creazione della piattaforma Skype. Nella proposta di regolamento FEIS si legge che “l’attività del FEIS di finanziamento delle PMI e delle mid-cap deve essere realizzata principalmente mediante il FEI” (paragrafo 22).

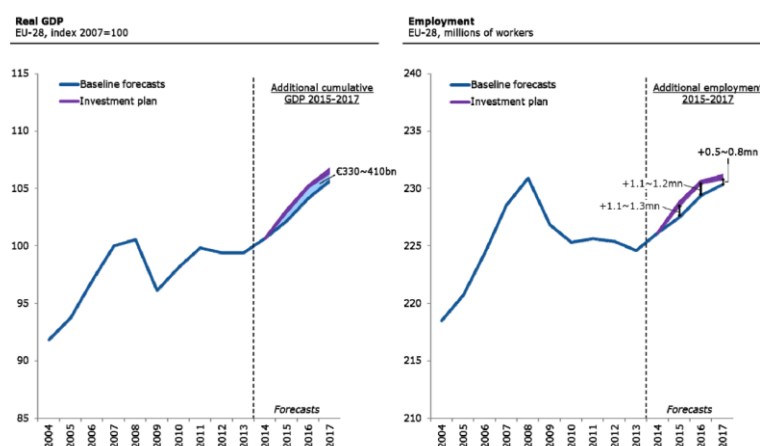
⁵⁴ Fonte: Banca europea per gli investimenti, *I bracci operativi del Piano Juncker. BEI e FEI*, 2017, p.5.

è previsto poi che questi 61 miliardi di euro di finanziamenti attivino investimenti privati, attraverso un effetto moltiplicatore pari a 5, rappresentato dalla relazione tra l'investimento totale e la somma di impegno finanziario della BEI (*external multiplier*). Si noti che il FEIS finanzia solo parte dell'investimento e di norma il 70 per cento deriva dal contributo di terzi. Altri investitori, attirati dai finanziamenti, cofinanziano i singoli progetti fino ad arrivare rispettivamente ad un totale di circa 240 miliardi di euro nell'ambito delle infrastrutture e dell'innovazione (distribuito in innovazione, infrastrutture strategiche, progetti di banda larga ecc.), e di circa 75 miliardi per le PMI e le mid-caps (per esempio investimenti in fondi di *venture capital* o in fondi di *private equity*). L'effetto moltiplicatore complessivo, che permette di arrivare alla cifra di 315 miliardi di euro, è quindi di 15 in termini di investimenti nell'economia reale

Uno dei punti chiave del funzionamento del Piano Juncker è, infatti, la garanzia del Fondo per gli investimenti strategici che permette di "fare di più" con le stesse risorse, poiché garantisce una (parziale) copertura del rischio. La garanzia offre infatti l'opportunità di finanziamenti aggiuntivi e di attirare un maggior numero di investitori.

La Commissione, sulla base di questa struttura, ha previsto un impatto positivo a livello macroeconomico, prevedendo nelle *forecasts* un apporto aggiuntivo tra i 340 e i 410 miliardi di euro sul PIL dell'area euro, e la creazione di nuovi posti di lavoro nei prossimi 3 anni nella misura di 1-1.3 milioni (figura 11⁵⁵).

Figura 11 - Il potenziale del Piano sul PIL e sull'occupazione



L'analisi del meccanismo sottostante alla cifra-obiettivo dei 315 miliardi rende evidente che la BEI non opera in autonomia: l'autonomia è propositiva, ma la decisione sugli investimenti avviene in ambito FEIS. Se la struttura della *governance* della BEI rimane applicabile alle

⁵⁵ EUROPEAN COMMISSION, EIB, *Why does the EU need an investment plan?*, Factsheet 1, p.4. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/factsheet1-why_en.pdf.

operazioni e alle procedure del FEIS, tuttavia questo dispone di una propria struttura di *governance* bipartita indicata dall'articolo 7 del Regolamento: 1) lo *Steering Board*, composto da quattro membri di cui tre nominati dalla Commissione e uno dalla BEI, responsabile nella definizione dell'indirizzo generale, delle linee guida di investimento, del profilo di rischio, delle politiche e dell'allocazione strategiche delle attività del fondo (in modo conforme al regolamento previsto), e della nomina del *Managing Director* del FEIS; 2) l'*Investment Committee* (IC), composto da esperti indipendenti nominati dal *Board* e da otto membri, responsabile della valutazione dei singoli progetti e dell'approvazione della garanzia del fondo. Il *Managing Director*, responsabile della gestione quotidiana del Fondo, prepara e presiede le riunioni dell'*Investment Committee*, essendone anche un membro votante. La *governance* del FEIS riflette la sinergia tra BEI e Commissione europea: essendo costituita dalla partecipazione di entrambe le istituzioni: riflette dunque il giusto equilibrio tra esperienza in ambito di *policy making* della Commissione europea e l'*expertise* in ambito bancario della BEI.

Infatti, sebbene la Commissione europea ricopra un ruolo dominante a livello strategico (dato dalla composizione dello *Steering Board*), l'attività della BEI risulta particolarmente significativa a livello operativo. Infatti, l'accordo sul FEIS prevede che il Fondo sostenga operazioni presentate su base mensile all'*Investment Committee* che rispettino determinati criteri: devono essere valide e sostenibili dal punto di vista finanziario, economico e tecnico; coerenti con le politiche dell'Unione (tra cui con l'obiettivo di una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva, della creazione di posti di lavoro di qualità e della coesione economica, sociale e territoriale); devono avere una forte addizionalità e produrre un valore aggiunto per l'Unione; devono massimizzare la mobilitazione di capitale del settore privato (*crowding-in*) e sostenere la crescita e l'occupazione. Nonostante la selezione dei progetti, con il relativo controllo del rispetto di tutti i criteri, spetti all'*Investment Committee*, spetta alla BEI il compito di filtrare in prima istanza le proposte di progetto, effettuandone una valutazione sulla fattibilità economica (i.e. bancabilità) e sulla conformità rispetto alla legislazione nazionale ed europea: inoltre, anche la decisione definitiva sull'approvazione dei finanziamenti ai progetti individuati eleggibili da parte dell'IC viene presa dal *Board of Directors* della BEI.

La bancabilità dei progetti costituisce un elemento fondamentale: le operazioni devono essere sempre solide e bancabili perché vengano portate avanti nell'ambito del FEIS; in seguito all'avallo da parte della BEI, è a discrezione dell'*Investment Committee* decidere se fornire o

meno la garanzia⁵⁶. La presenza di una *governance* e di criteri ben precisi per la selezione dei progetti mette in luce un elemento chiave per il raggiungimento degli obiettivi del Piano, ovvero permettere a quei progetti innovativi, che non sarebbero esistiti senza di esso, di emergere e di poter essere finanziati, al fine di aiutare l'economia e le imprese ad innovare.

Per rafforzare questo fine e quindi la qualità dei progetti e aumentarne il volume e la potenzialità, il Regolamento del FEIS prevede inoltre la creazione di due strumenti che costituiscono il secondo pilastro del Piano: l'*European Investment Advisory Hub* (Polo di consulenza europea sugli investimenti, PEI) e l'*European Investment Project Portal* (Portale dei progetti di investimento europei, PPIE).

Il PEI offre un supporto potenziato allo sviluppo e alla preparazione di progetti in tutta l'Unione, fungendo da "sportello unico" per gli investitori o i promotori di progetti alla ricerca di consulenza sui progetti di investimento e il loro finanziamento. Al fine di semplificare le eventuali complessità e di permettere ai promotori dei progetti di concretare e ampliare le potenzialità e la bancabilità dei propri progetti, e garantire un accesso equo ai finanziamenti del FEIS in tutta l'Unione, il PEI fornisce consulenze gratuite ai promotori di progetti. E' gestito in conformità a un accordo separato tra la Commissione europea e la BEI e muove dalle competenze di queste ultime e dai servizi di consulenza che forniscono attualmente (quali JASPERS, ELENA, EPEC, *Fi-Compass* and *Innovfin*); si avvale inoltre delle competenze delle banche, degli istituti di promozione e delle autorità di gestione dei fondi strutturali e di investimento europei. Più nel dettaglio, come si legge dall'articolo 14 del Regolamento, "il Polo è volto a offrire, muovendo dagli attuali servizi di consulenza della BEI e della Commissione, consulenza per l'individuazione, la preparazione e lo sviluppo di progetti di investimento e a fungere da polo unico di consulenza tecnica sul finanziamento di progetti nell'Unione. Tale sostegno include una funzione di supporto mirato riguardo all'uso dell'assistenza tecnica per la strutturazione dei progetti, all'utilizzo di strumenti finanziari innovativi e al ricorso a partenariati pubblico-privati nonché un'opportuna consulenza sugli aspetti pertinenti del diritto dell'Unione, tenendo conto delle specificità ed esigenze degli Stati membri che presentano mercati finanziari meno sviluppati". E' destinato a tre categorie (promotori di progetti, investitori e autorità di gestione pubbliche) e permette agli investitori di ottenere orientamenti riguardo al tipo di consulenza più appropriato, che a seconda dei casi potranno rivolgersi al gruppo BEI, alle *NPBs*

⁵⁶ E' importante sottolineare che nell'eventualità in cui la garanzia non venga accettata, le operazioni possono essere ugualmente riproposte nei canali tradizionali BEI o FEI: il Piano per gli investimenti in Europa è un programma addizionale, che si pone come complementare rispetto ai canali tradizionali di finanziamento agli investimenti evitando la completa sostituzione.

o ad altre istituzioni finanziarie internazionali. Questa forma di consulenza, assistenza e allineamento è apparsa fondamentale vista la complessità degli strumenti finanziari, per fornire concrete possibilità agli investimenti di raggiungere l'economia reale.

Il secondo strumento nell'ambito del Secondo pilastro ideato per fornire maggiore supporto agli investimenti, con il fine di individuare e sbloccare i progetti potenzialmente validi e di informare gli investitori periodicamente sul livello di preparazione dei progetti è il Portale dei progetti di investimento europei (PPIE)⁵⁷. Infatti, esistono molti progetti potenzialmente validi e sufficientemente maturi da poter beneficiare di finanziamenti a livello europeo; tuttavia, spesso gli investitori privati non sono a conoscenza del potenziale di questi progetti e sono poco propensi a investire da soli, viste la complessità intrinseca degli stessi e la mancanza di informazioni che consentano una valutazione adeguata del rischio. E' in questo contesto che prende vita il Portale: si tratta di una banca dati sui progetti, pubblicamente accessibile e di facile utilizzo, in cui figurano i progetti di investimenti attuali e futuri nell'Unione. Creato e gestito dalla Commissione europea con il sostegno della BEI, fornisce informazioni pertinenti per ciascun progetto e favorisce quindi la possibilità per i promotori di rendere visibili i progetti, e agevola la ricerca di investitori⁵⁸. In definitiva, questi due strumenti sono concepiti per rafforzare il funzionamento del FEIS e allo stesso tempo colmare alcune lacune presenti nel mondo degli investimenti a livello europeo, tra cui la carenza di informazioni sui progetti di investimento e le eventuali difficoltà nella strutturazione dei progetti al fine di attrarre investitori, specialmente per investimenti *cross-borders*.

Incentivare gli investimenti attraverso il miglioramento del contesto imprenditoriale e l'agevolazione dell'accesso ai finanziamenti è obiettivo del terzo pilastro del Piano, che prevede la rimozione degli ostacoli agli investimenti attraverso iniziative in tre direzioni: i) sforzi per rendere la regolamentazione nel contesto europeo più semplice, chiara e prevedibile, al fine di

⁵⁷ Può essere considerato "embrione" del Portale per gli investimenti la "task force per gli investimenti", costituita dal lavoro congiunto di BEI, Commissione e stati membri, su impulso della Presidenza italiana del Consiglio dell'UE; ha eseguito un primo *screening* di progetti potenzialmente di rilevanza europea, dimostrando l'esistenza di numerosi progetti validi e maturi per poter beneficiare di investimenti a livello europeo (ha evidenziato fabbisogni finanziari di investimento per circa 1300 miliardi di euro). Da qui è nata l'idea di rendere permanente questo tipo di lavoro, attraverso la creazione di un elenco dinamico, compilato in base a criteri economici semplici, riconosciuti e costantemente modificato, accessibile attraverso un sito web.

⁵⁸ E' importante sottolineare che la presenza dei progetti nel Portale non comporta nessun automatismo nell'accesso al finanziamento FEIS; infatti, potrebbero essere presenti anche progetti totalmente finanziabili dal mercato privato, o con altri strumenti di finanziamento europei o nazionali.

incentivare gli investimenti a lungo termine; ii) iniziative volte alla creazione di condizioni generali ottimali per l'attività delle imprese e per il rafforzamento del mercato unico, in particolare in quattro macro-aree, ovvero la *Capital Markets Union (CMU)*, la *Single Market Strategy (SMS)*, la *Digital Single Market (DSM)*, e la *Energy Union*⁵⁹; iii) coordinamento tra stati membri e istituzioni europee favorire riforme strutturali a livello nazionale, per favorire la creazione di condizioni generali ottimali per l'attività delle imprese in tutto il mercato unico.

La proposta presentata dalla Commissione europea prevede un impegno congiunto tra istituzioni europee e stati membri: viene sottolineata la necessità di proporre interventi mirati nell'ambito del programma di lavoro della Commissione (in relazione ai primi due obiettivi del Terzo pilastro), e, insieme alle altre istituzioni europee e agli Stati membri nell'ambito del Semestre europeo. Infatti, oltre a indicare la necessità di sforzi da parte delle istituzioni europee nell'adozione di misure legislative volte al raggiungimento di questi obiettivi strategici, la Commissione ha sottolineato la responsabilità comune di istituzioni UE e stati membri⁶⁰ nel poter contribuire alla creazione di un ambiente favorevole agli investimenti: “insieme alle altre istituzioni europee, la Commissione monitorerà e guiderà i progressi compiuti da parte degli stati membri nella creazione di un contesto favorevole agli investimenti⁶¹”.

Tali misure previste dalla proposta dell'*Investment Plan* presentata dalla Commissione, rappresentano una componente estremamente rilevante per moltiplicare gli effetti del Piano, e sottolineano l'interdipendenza e la complementarietà dei tre pilastri. Tuttavia, le iniziative indicate dal terzo pilastro rappresentano una componente di lungo termine, che, sebbene potrebbero ampliare gli effetti di lungo periodo del Piano, non costituiscono un elemento necessario per il raggiungimento degli obiettivi e per il funzionamento del FEIS: per questo motivo, nella presente analisi del Piano Juncker, ci si concentrerà sull'analisi dei primi due pilastri relativi al funzionamento e all'implementazione del FEIS, al fine di valutare le potenzialità e gli effetti del Piano in modo indipendente rispetto a variabili dipendenti da riforme strutturali a livello europeo e nazionale.

⁵⁹ In riferimento a questo obiettivo, lo sforzo più rilevante per contribuire a migliorare le condizioni di finanziamento nell'Unione Europea è rappresentato dalla costruzione di una *Capital Markets Union (CMU)*, volta a ridurre la frammentazione dei mercati finanziari e incrementare l'offerta di capitali per le imprese e i progetti d'investimento.

⁶⁰ Nella proposta del Piano di investimenti per l'Europa [EUROPEAN COMMISSION (2014a), p.14], la Commissione europea ha sottolineato che: “migliorare la regolamentazione è responsabilità comune degli stati membri e delle istituzioni europee; non si tratta di deregolamentare, ma di adottare una regolamentazione intelligente a vantaggio dei cittadini e delle imprese. Ciò comporta, tra l'altro, la riduzione degli oneri normativi non giustificati e il miglioramento del contesto imprenditoriale, soprattutto per le PMI”.

⁶¹ *Ibidem*.

2.2 L'ATTIVITA' CONCRETA DEL FEIS: LE INIZIATIVE DIRETTE E INDIRETTE

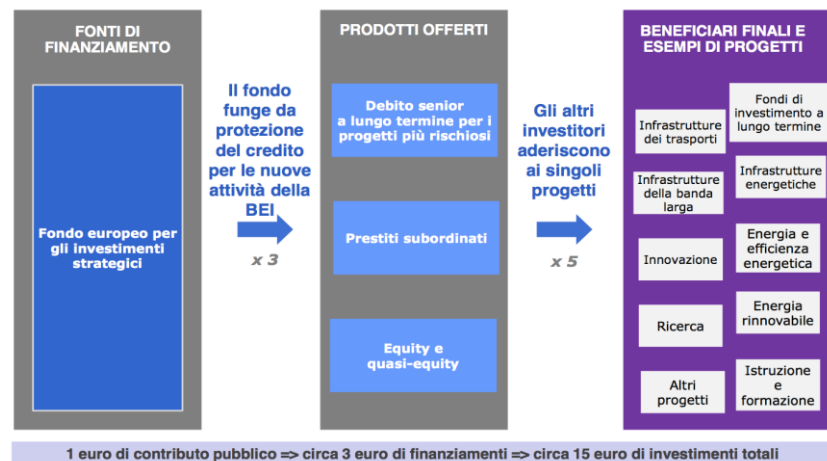
Il Fondo strategico per gli investimenti (ovvero il Primo pilastro del Piano), come già rimarcato, rappresenta il fulcro del funzionamento dell'*Investment Plan for Europe* e per il raggiungimento degli ambiziosi obiettivi in termini quantitativi. La complessità della sua *governance*, emersa nel paragrafo precedente, riflette la crucialità di questo strumento, realizzato per poter far fronte alle carenze degli investimenti riscontrate in Europa dagli stati membri nel periodo successivo alla crisi finanziaria globale e a utilizzare la liquidità detenuta dagli istituti finanziari, imprese e privati. Sulla base di queste premesse, il Piano si fonda sul ruolo cruciale del FEIS che, creato sulla base di un solido sistema di garanzie (analizzato nel paragrafo precedente), è in grado di attirare finanziamenti aggiuntivi che si canalizzano verso investimenti produttivi: questo meccanismo, permesso grazie alla funzione di protezione creditizia del Fondo, permette di “*to do more with less*” e di creare un modello potenzialmente virtuoso in grado di mobilitare un ingente numero di investimenti attraverso un impiego più efficace di risorse già esistenti a livello europeo. Concretamente, il FEIS consente la mobilitazione di investimenti aggiuntivi, sia i) attraverso un'azione diretta, sia ii) attraverso la concessione di garanzie che aprono la strada a iniziative di altri intermediari.

L'articolo 10 paragrafo 2 del Regolamento istitutivo del FEIS specifica gli strumenti ammissibili alla copertura tramite la garanzia dell'Unione, ovvero: “a) prestiti della BEI, garanzie, controgaranzie, strumenti del mercato dei capitali e qualsiasi altra forma di finanziamento o di strumento di supporto al credito, partecipazioni azionarie o quasi-azionarie, compresi quelli in favore di banche o istituti nazionali di promozione, fondi o piattaforme di investimento; b) finanziamenti o garanzie della BEI al FEI grazie ai quali questo può sottoscrivere prestiti, garanzie, controgaranzie, strumenti del mercato dei capitali e qualsiasi altra forma di finanziamento o di strumento di supporto al credito, partecipazioni azionarie o quasi-azionarie, compresi quelli in favore di banche o istituti nazionali di promozione, fondi o piattaforme di investimento; c) garanzie della BEI a banche o istituti nazionali di promozione, fondi o piattaforme di investimento a fronte di una controgaranzia della garanzia dell'Unione”. Attraverso questi strumenti, il Piano Juncker si rivolge: al settore privato (piccole e medie imprese con un massimo di 250 impiegati o aziende a media capitalizzazione fino a un massimo di 3000 impiegati; grandi imprese); ad autorità locali, società del settore pubblico e altre entità governative; a banche di promozione nazionali o altri intermediari finanziari; a fondi o piattaforme di investimento. Il FEIS, con il suo ruolo di garanzia basata sul bilancio dell'Unione

europea, fornisce al gruppo BEI una prima protezione dalle perdite: ciò significa che il gruppo BEI è in grado di fornire finanziamenti a progetti a più alto rischio rispetto a quanto farebbe normalmente, garantendo quindi *addizionalità*. In tal modo, il gruppo BEI fornisce direttamente supporto offrendo finanziamenti a progetti di investimento aggiuntivi attraverso gli strumenti indicati nell'articolo 10 del Regolamento, riducendo le difficoltà per gli investimenti più rischiosi di ottenere credito. I promotori dei progetti relativi alla finestra IIW potranno quindi rivolgersi direttamente alla BEI per la richiesta di sostegno in ambito FEIS⁶². In particolare, possono richiedere un finanziamento sotto il sostegno della garanzia FEIS aziende private e imprese pubbliche o private di pubblici servizi: grandi imprese, autorità locali, imprese di pubblici servizi e altre entità governative possono beneficiare di *project loans* o *loans to finance research and innovations* tramite il sostegno della BEI⁶³. In riferimento agli investimenti strategici e innovativi, la funzione di protezione creditizia del FEIS risulta essenziale, assorbendo una parte del rischio cui sono

sottoposti i finanziatori di mercato grazie all'erogazione di garanzie (figura 12): il Piano rappresenta un impulso per quanto riguarda la riduzione del tasso di avversità al rischio degli operatori, facendo da traino per gli investimenti privati.

Figura 22 – Funzionamento del FEIS per la finestra IIW



In riferimento al sostegno alle piccole e medie imprese e alle imprese a media capitalizzazione, l'accesso ai finanziamenti FEIS avviene tramite la finestra SMEW, operata dal FEI, e tramite il canale di intermediazione finanziaria. Le PMI e le mid-caps possono beneficiare non solo dai prodotti offerti dal FEI, ma anche di *“intermediated lending provided by financial partners”*.

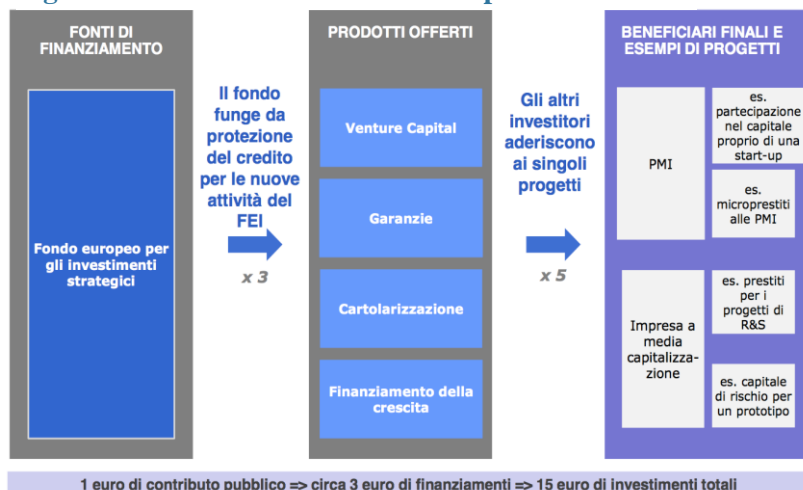
⁶² In particolare, sul sito della BEI si legge che *“Project promoters are required simply to provide the Bank's Operations Directorate with a detailed description of their capital investment together with the prospective financing arrangements; Initial contacts to discuss a proposed project can be in any form, by telephone, fax, e-mail or letter. The project promoter should provide sufficient information to allow the EIB to assess whether the project adheres to EIB lending objectives and has a well-developed business plan.”*

⁶³ <http://www.eib.org/en/efsi/how-does-a-project-get-efsi-financing/index.htm>

Il sistema di garanzie su cui giace il FEIS, permette infatti al FEI di dispiegare il suo sostegno già esistente per le PMI in modo più significativo e celere, rispondendo in modo più forte all'elevata domanda di mercato⁶⁴.

L'azione congiunta di BEI e FEI attraverso un efficace sistema di garanzie, risulta un elemento cruciale per permettere una maggiore propensione al finanziamento di progetti da parte delle

Figura 13 - Funzionamento del FEIS per la SMEW



banche attraverso la condivisione dei rischi. Con i 5 miliardi messi a disposizione nell'ambito della finestra SMEW, il FEI fornisce finanziamenti attraverso intermediari, con l'obiettivo di generare investimenti totali fino a 75 miliardi di euro (figura 13).

La garanzia offerta dal FEIS permette di aprire la strada a iniziative di altri intermediari finanziari: la BEI esplica la sua azione fornendo prestiti a banche locali, regionali e nazionali e ad altri intermediari finanziari che successivamente, grazie al sistema di garanzie fornito dal FEIS, concedono nuovamente prestiti ai beneficiari finali. L'azione del FEIS si svolge così in modo indiretto attraverso le Banche di promozione nazionale e le piattaforme di investimento. Infatti, come specificato dall'articolo 10 del Regolamento, al fine di mobilitare investimenti a livello nazionale e regionale, la BEI concede garanzie a banche o istituti nazionali di promozione e a piattaforme o fondi di investimento, cercando di alleggerire i requisiti patrimoniali dove possibile.

In questo senso, l'azione delle banche di promozione nazionale risulta cruciale: agiscono quali intermediari e non in modo diretto (per quanto riguarda i progetti di piccole dimensioni) per implementare i prodotti per le piccole e medie imprese. La BEI fornisce una definizione precisa

⁶⁴ Il sito BEI, nella sezione in cui fornisce indicazioni sulle modalità con cui accedere ai finanziamenti sotto il sostegno del FEIS, specifica che *"mid-caps SMEs and midcaps interested in applying for loans and equity capital under EFSI should contact EIF financial intermediaries directly. Please note that EIF does not provide funding or guarantees to individuals or companies and that the final funding approval lies solely with the financial intermediary"*.

circa il ruolo delle NPBs come partner strategici: *“National promotional banks and institutions are legal entities carrying out financial, development and promotional activities on a professional basis which are given a mandate by a Member State at central, regional or local level. They act as financial intermediaries for EIB Group investments directed to small-scale projects. They channel our loans to businesses and local authorities in their home countries and collaborate with the European Investment Fund (EIF) in the implementation of its guarantee or equity mandates”*⁶⁵.

La BEI inoltre co-investe o fornisce il co-finanziamento a progetti eleggibili attraverso terze parti, come fondi o piattaforme di investimento. Le piattaforme di investimento sono accordi di co-investimento che vengono strutturati al fine di catalizzare gli investimenti su un insieme di progetti (invece che su singoli progetti), al fine di ridurre i costi delle operazioni e dell'informazione e ripartire più efficacemente il rischio fra i vari investitori. Esistono piattaforme nazionali o sub-nazionali, che raggruppano più progetti di investimento sul territorio di uno stato membro; piattaforme multinazionali o regionali che raggruppano partner di più stati membri o paesi terzi interessati a progetti in una determinata zona geografica; piattaforme tematiche che riuniscono progetti di investimento in un dato settore.

Le piattaforme svolgono un ruolo estremamente importante per attirare capitali di investitori istituzionali privati e di intensificare l'impatto dei fondi pubblici: infatti, questi fondi coinvolgono un nucleo di grandi investitori come la BEI e le banche di promozione e vengono integrati da co-investitori privati, che intervengono sia a livello di fondo, sia nei singoli progetti finanziati dalle piattaforme; il FEIS in questo caso fornisce un supporto di credito, al fine di favorire l'ingresso di co-investitori privati e attenuando gli specifici rischi di progetto o di portafoglio. Le piattaforme di investimento possono beneficiare del finanziamento FEIS sia nell'ambito della finestra Infrastrutture e Innovazione, sia nell'ambito della finestra dedicata alle PMI e alle mid-caps.

Attraverso le iniziative concrete che il FEIS intraprende sia in modo diretto, sia attraverso le garanzie che favoriscono le iniziative di altri intermediari, quali le banche nazionali, regionali e locali attraverso anche le piattaforme di investimento, il Piano Juncker riesce a mobilitare un ingente ammontare di risorse. Attraverso l'effetto moltiplicatore del Fondo, il Piano mira a rispondere alle esigenze di finanziamento necessarie a livello europeo per far fronte agli investimenti. Grazie al migliore utilizzo dei fondi strutturali e dei canali di investimento europei

⁶⁵ <http://www.eib.org/en/about/partners/npbis/index.htm>

e un uso strategico del bilancio dell'Unione europea previsti dal Piano, risulta possibile mobilitare i finanziamenti attraverso: a) un forte impulso agli investimenti strategici per mezzo della finestra dedicata alle infrastrutture e all'innovazione; b) un migliore accesso ai finanziamenti per le PMI e le imprese a media capitalizzazione attraverso la seconda finestra.

2.3 LA POTENZIALE QUALITÀ DEGLI INVESTIMENTI ATTIVATI DAL PIANO

L'aumento del numero degli investimenti favorito dal sistema di garanzie del Piano Juncker potrebbe creare il rischio di un'allocazione inefficiente dei capitali e di una concentrazione di questi in limitati settori dell'economia (creando anche episodi speculativi, come accaduto in alcuni paesi nei primi anni di vita dell'area euro). Di conseguenza si vedrebbe raggiunto l'obiettivo dell'aumento del tasso degli investimenti, solamente in termini quantitativi ma non qualitativi. Per ovviare a questa eventuale problematica, il Piano Juncker permette la copertura di numerosi settori, fornendo una risposta ampia alla problematica del calo degli investimenti anche in termini qualitativi, poiché questa non concerne solo alcuni settori dell'economia. Leggendo il Regolamento del FEIS (e in particolare i paragrafi dal 13 al 20, e l'articolo 9 paragrafo 2) in cui sono indicati i settori verso cui possono essere rivolte le operazioni, risulta chiara la volontà del Presidente della Commissione di andare oltre il tradizionale, e ampliare il più possibile la gamma di aree di investimento, comprendendo anche ambiti che solitamente non sono oggetto di investimento del budget comunitario, come per esempio il turismo e l'industria creativa.

Il Piano, inoltre, risponde all'eventuale problematica di tipo qualitativo indicando nel Regolamento del FEIS specifici criteri di selezione e di valutazione dei progetti: la loro selezione è affidata all'*Investment Committee*, che, ai fini della valutazione, deve seguire delle precise *guidelines*. L'allocazione delle risorse deve avvenire sulla base di una valutazione del valore dei progetti e non su considerazioni regionali o settoriali, ed inoltre risponde al criterio di addizionalità: l'*Investment Committee* seleziona quei progetti produttivi ed innovativi, che in assenza del Piano non troverebbero finanziamenti a tassi sostenibili sul mercato, a causa per esempio delle dimensioni dell'impresa, dell'alto rischio legato alle nuove tecnologie o delle scadenze richieste. L'intervento del FEIS è inoltre indirizzato verso quei progetti che sono poco redditizi per gli investitori (basso tasso di rendimento interno) ma che hanno un alto ritorno socio-economico (alto tasso di rendimento esterno), e che faticano quindi a finanziarsi sul

mercato. Infatti l'obiettivo del Piano non è rappresentato semplicemente dal numero di investimenti privati che si riescono a mobilitare partendo dalla capacità iniziale del FEIS, ma dall'entità della crescita e dell'occupazione che essi possono produrre. Inoltre, come si legge nel paragrafo 13, "l'obiettivo del FEIS dovrebbe consistere nell'aiutare a superare le difficoltà di finanziamento e di realizzazione degli strumenti strategici, trasformativi e produttivi che presentino, sotto il profilo economico, ambientale e sociale, un elevato valore aggiunto in grado di contribuire al conseguimento degli obiettivi politici dell'Unione".

L'obiettivo dell'incremento degli investimenti non solo in termini quantitativi ma anche qualitativi appare potenzialmente raggiungibile anche attraverso il secondo pilastro del Piano, ed in particolare con la creazione della *Advisory Hub*. Il Polo di consulenza per gli investimenti ha come primo scopo quello di riuscire a fornire maggiore supporto per lo sviluppo dei progetti, attraverso le competenze di Commissione, BEI e banche di promozione nazionali. Fornisce consulenza ai promotori, consentendo un conseguente miglioramento delle potenzialità dei progetti e l'acquisizione dei criteri richiesti ai fini della selezione per il finanziamento. Inoltre il Polo, essendo sviluppato dal gruppo BEI e in stretta collaborazione con le banche di promozione nazionali e con enti analoghi in tutta Europa, rappresenta la base per creare una rete di contatti con le parti interessate a livello europeo, nazionale e regionale, che consente di creare un avvicinamento tra i soggetti istituzionali (Commissione e BEI) e gli investitori, i promotori dei progetti e gli interlocutori istituzionali. Questa potenzialità si ravvisa anche nella creazione del Portale dei progetti di investimento europei, in quanto permette di diminuire le distanze su due livelli: a) tra promotori e investitori, consentendo ai primi la divulgazione pubblica, periodica e strutturata delle informazioni sui progetti di investimento, affinché i secondi abbiano accesso a dati trasparenti e attendibili; b) tra dimensione locale e globale, in quanto sia gli Stati membri sia le autorità regionali e locali contribuiscono alla creazione e alla gestione del portale, permettendo visibilità e informazione di progetti su vari territori. In definitiva, la creazione di questi due strumenti riflette la volontà di creare un sistema più trasparente e semplificato, che renda possibile un più immediato aumento degli investimenti, non solo in termini quantitativi, ma anche qualitativi.

Il Regolamento del FEIS prevede inoltre obblighi ben precisi in capo alla BEI (ed eventualmente anche al FEI) in termini di informazione, rendiconto e valutazione (articoli 16-18): la BEI deve infatti presentare con scadenze semestrali o annuali relazioni con cui informa le istituzioni europee sui dati e sulla valutazione delle operazioni di finanziamento e di investimento, sul

raggiungimento degli obiettivi e dell'effetto leva, sulla mobilitazione di risorse, sugli effetti stimati ed effettivi ed infine sui dati finanziari (riferendo in quest'ultimo caso anche alla Corte dei Conti europea). Nel Regolamento del FEIS è prevista anche la trasmissione (con cadenza annuale, rispettivamente ogni 31 marzo e ogni 31 maggio) da parte della Commissione europea a Parlamento, Consiglio e Corte dei Conti, delle informazioni inerenti all'andamento e alla gestione del fondo di garanzia nell'anno precedente. Sono previste poi valutazioni da parte della BEI (ed eventualmente del FEI) circa il funzionamento del FEIS e la pubblicazione da parte della Commissione di una relazione completa sull'impiego della garanzia dell'Unione e sul funzionamento del fondo di garanzia. La creazione di questa struttura fondata su precisi obblighi di informazione, rendiconto e valutazione in capo alle istituzioni, permette il rafforzamento delle potenzialità del Piano, e in particolare in termini di trasparenza.

Lo stesso fine si ravvisa anche negli obiettivi individuati dal terzo pilastro del Piano, che auspica la creazione di condizioni ottimali per gli investimenti attraverso riforme strutturali che semplifichino e chiariscano il quadro normativo, sia a livello nazionale sia a livello europeo. La normativa deve essere quindi semplice, chiara e adatta allo scopo, anche attraverso il miglioramento dell'efficacia della spesa nazionale, dell'efficienza dei sistemi fiscali e la qualità della pubblica amministrazione a tutti i livelli. Queste iniziative sono volte al miglioramento del quadro generale degli investimenti nel lungo periodo e all'eliminazione di ostacoli che possano limitarli.

In definitiva, questi elementi mostrano numerose potenzialità del Piano Juncker, che vengono rafforzate dalla lunga esperienza della Commissione e degli organismi dell'Unione europea come la BEI. Sulla base di queste potenzialità potrebbero risultare realizzabili i tre obiettivi strategici che la Commissione si aspetta al termine del piano: “invertire la tendenza al calo degli investimenti e contribuire al rilancio della creazione di posti di lavoro e della ripresa economica, senza gravare sulle finanze pubbliche nazionali o aumentare il debito; compiere un passo decisivo verso il soddisfacimento dei bisogno a lungo termine dell'economia e migliorare la competitività; rafforzare la dimensione europea del capitale umano, della capacità produttiva, delle conoscenze e delle infrastrutture fisiche, con particolare attenzione alle interconnessioni vitali per il piano unico”⁶⁶. In particolare, se sfruttate in modo ottimale, le potenzialità del Piano potrebbero permettere di: 1) aumentare la propensione al finanziamento di progetti più rischiosi

⁶⁶ EUROPEAN COMMISSION (2014a), p. 5.

attraverso il ruolo di copertura di garanzia del FEIS; 2) rafforzare una maggiore gamma di settori; 3) favorire gli stati membri che hanno maggiormente necessità di investimenti ma che per ragioni macroeconomiche e fiscali o altri ostacoli di carattere non finanziario e regolamentare non sono riusciti a decollare; 4) portare maggiore innovazione e produttività attraverso il controllo di qualità degli investimenti 5) creare un processo di imitazione virtuoso tra sistemi paese, graduale standardizzazione e condivisione di *best practices*; 6) creare un sistema trasparente e semplificato; 7) creare un avvicinamento tra promotori e investitori e tra livello locale e globale.

Dall'analisi degli obiettivi prefissati, le nuove iniziative prese dalla Commissione potrebbero rappresentare una efficace risposta aggregata a livello europeo alla mancanza di investimenti, al superamento degli ostacoli e delle fragilità manifestate negli anni successivi alla crisi. Tuttavia, queste potenzialità potrebbero essere scalfite da alcuni limiti e fragilità sia da un punto di vista di concretezza a livello quantitativo che di realizzazione a livello qualitativo, che potrebbero costituire degli ostacoli per il raggiungimento degli ambiziosi obiettivi e nell'implementazione del Piano.

2.4 I POSSIBILI LIMITI NELL'IMPLEMENTAZIONE

Nonostante le potenzialità analizzate, la Comunicazione di novembre 2014 ha suscitato dubbi e perplessità, causate da possibili limiti e debolezze riscontrabili nel modello proposto dal Presidente Juncker. Le critiche sono state sollevate in molte direzioni, tuttavia le più numerose riguardano la sfiducia nella realizzazione degli obiettivi prefissati poiché il Piano appare troppo complesso e ambizioso, in termini di eccessiva complessità della struttura e sfiducia nelle cifre e nell'effetto leva stimati, considerati troppo elevati. Paradossalmente, nonostante uno degli obiettivi del Piano sia la trasparenza e la semplificazione delle strutture in ambito di finanziamenti agli investimenti, la struttura operativa del Piano appare agli occhi di molti troppo complessa e macchinosa, incidendo in modo negativo sulla comprensione del raggiungimento degli obiettivi e delle cifre, che risultano eccessive. Infatti, all'indomani della Comunicazione del 26 novembre 2014, molti esprimevano dubbi riguardo alla concretezza dei numeri previsti: “la leva del Piano Juncker può essere considerata realistica?”, “il Piano genererà effettivamente 315 miliardi di euro in nuovi investimenti, oppure si tratterà solo di una riallocazione della struttura finanziaria di progetti di investimento già pianificati?”.

I punti più controversi del Piano sono riscontrabili principalmente nella fattibilità della leva finanziaria 1:15 stimata dalla Commissione, nonostante l'Esecutivo europeo abbia specificato che il calcolo proviene da stime basate sull'esperienza di progetti passati di BEI e Commissione. Infatti, l'aumento di capitale della BEI dal 2012 al 2013 aveva generato un effetto moltiplicatore stimato di 1:18, che si è materializzato come previsto; inoltre, anche nell'ambito del programma COSME (ovvero lo strumento di garanzia dei prestiti per le PMI, realizzato tramite il FEI), ogni miliardo di finanziamenti si traduce almeno in 20 miliardi di euro di capitale per le PMI, il che equivale a un effetto moltiplicatore di 1:20. Nonostante l'effetto moltiplicatore 1:15 sia quindi da considerare prudente sulla base dell'esperienza storica dei programmi dell'Unione europea e della BEI, il Piano è stato definito addirittura un "gioco di prestigio". Gros (2014) definisce questa iniziativa "un disperato tentativo di creare l'impressione di un pacchetto finanziario di più di 300 miliardi di euro, senza tuttavia avere alcun margine di manovra nel *budget*", paragonandola in termini di riallocazione delle risorse alla *Growth Initiative* della BEI, il pacchetto di 120 miliardi di euro annunciato nel 2012: "*then, as today, most of the funding came from a re-allocation of budget lines, coupled with hopes of private-sector participation. Very little of the €120 billion has been spent two years down the line. It is difficult to see why this time should be any different*"⁶⁷.

Una delle principali debolezze del modello, in termini di cifre, viene infatti riscontrata nella formazione della capacità iniziale del budget. Molti hanno mostrato scetticismo per quanto riguarda l'utilizzo di garanzie (circa i 16 miliardi stanziati dall'Unione europea) e non di "*fresh money*". Trattandosi infatti di risorse riorientate da altri capitoli di spesa, e in particolare dai programmi *Horizon 2020* e *Connecting Europe Facility* con alto ritorno socioeconomico, uno dei dubbi è che vi possa essere una perdita in termini di risorse: il FEIS dovrebbe infatti selezionare progetti non solo sulla base di un alto ritorno atteso, ma anche con un ritorno superiore rispetto ai progetti da cui vengono riallocate le risorse, ed in particolare proprio *Horizon 2020*. Come evidenziato da VEUGELERS R. (2014), viene introdotta una nuova componente ai calcoli sui risultati attesi dal Piano, ovvero un "costo opportunità", corrispondente alla differenza tra il ritorno socioeconomico dell'investimento addizionale e il ritorno derivante dall'originale allocazione del budget⁶⁸. Appare evidente che se il primo termine supera il secondo, allora il Piano avrà effetti certamente positivi e la riallocazione si dimostrerà giustificata. Da questo ragionamento deriva una riflessione: sarebbe stato quindi più semplice se le risorse derivanti

⁶⁷ GROS D. (2014b), p. 2.

⁶⁸ VEUGELERS R. (2014), <http://bruegel.org/2014/12/the-achilles-heel-of-junckers-investment-plan/>

dalla riallocazione fossero derivati da altre componenti del budget dell'Unione con minori costi opportunità? Togliere le risorse da *Horizon 2020* crea anche molte perplessità poiché si spostano le risorse da un settore molto importante per la crescita e l'innovazione in Europa, ovvero l'area di *research and development* (R&D). Il Piano infatti è incentrato su un'azione importante nel presente che possa portare effetti positivi soprattutto nel lungo termine, e queste sono proprio le aree su cui si baserà la forza dell'Europa nel futuro⁶⁹. In definitiva, la scelta delle componenti da cui effettuare la riallocazione delle risorse per la costituzione della capacità iniziale del Fondo potrebbe quindi costituire un elemento di debolezza nell'implementazione del Piano qualora non fossero superati i costi-opportunità.

Scetticismo riguardo alla selezione dei progetti concerne inoltre il criterio dell'addizionalità, considerata una delle condizioni fondamentali per il finanziamento degli investimenti: la capacità di mobilitare almeno 294 miliardi di euro in investimenti privati aggiuntivi appare un risultato poco realistico, in particolar modo poiché il capitale privato deve rispettare questo criterio e quindi riguardare progetti totalmente nuovi e non provenire da investimenti già pianificati. Infatti, in seguito alla Comunicazione della Commissione, si è acceso un dibattito riguardo all'importanza di assicurare l'addizionalità, ed in particolare due rischi sono stati posti al centro della discussione: a) il rischio che il FEIS finanziasse operazioni che sarebbero state finanziate anche dal solo mercato privato (ovvero il rischio di *crowding-out* di investimento privato invece che di *crowding-in* come previsto dal Piano), e b) il rischio che il FEIS fosse usato dalla BEI per estendere le sue operazioni normali piuttosto che per finanziare nuovi tipi di attività. In principio, il modo per evitare queste eventuali problematiche è confinare l'uso del FEIS al finanziamento dei progetti ad alto rischio. La BEI, prima del Piano, finanziava già alcuni progetti di questo tipo (definiti come "*special activities*"⁷⁰) ma queste rappresentavano solo una minima parte del totale dell'attività della BEI (circa il 6 per cento). La garanzia dell'Unione Europea permette alla BEI di espandere questo tipo di attività. Clayaes *et al.* (2014)⁷¹ hanno dimostrato che il numero di nuovi investimenti dipenderà dall'abilità dell'*Investment Committee* nell'identificare nuovi progetti che non sarebbero stati implementati senza il Piano; di conseguenza il FEIS dovrebbe finanziare principalmente i progetti a più alto rischio perché sono

⁶⁹ Un dato rilevante a prova di ciò può essere considerata la *European Attractiveness Survey* del 2014 di Ernest & Young, secondo la quale i settori di Ricerca e sviluppo rappresentano la forza trainante per l'*attractiveness* europea degli investimenti (secondo il 45 per cento di 808 CEO intervistati).

⁷⁰ Le "*special activities*" della BEI includono: a) prestiti, garanzie o operazioni di *equity* in cui il più grande rischio è preso dalla BEI; b) operazioni in cui il rischio è diviso con terze parti (tradizionalmente dal bilancio UE sulla base di accordi con la Commissione).

⁷¹ CLAEYS G. *et Al.* (2014), <http://bruegel.org/2014/11/junckers-investment-plan-no-risk-no-return/>

certamente quelli che non hanno trovato finanziamento e quindi attivati senza rischi di “*crowding out*”. Questa idea inoltre si riflette chiaramente nel Regolamento del FEIS: l’articolo 5 (paragrafo 1) afferma che i progetti del FEIS “hanno tipicamente un profilo di rischio più elevato di quello dei progetti sostenuti tramite operazioni ordinarie della BEI e il portafoglio del FEIS ha, complessivamente, un profilo di rischio più elevato di quello del portafoglio di investimenti sostenuto dalla BEI, nel quadro delle sue ordinarie politiche di investimento, prima dell’entrata in vigore del presente regolamento”.

Di conseguenza, molti dubbi riguardano il rischio che il FEIS non riesca a mobilitare investimenti realmente “addizionali”, ovvero investimenti che sarebbero avvenuti anche in assenza del Fondo. Infatti, lo *strict focus* del FEIS su progetti ad alto rischio potrebbe creare ulteriori problemi. Il numero di questi progetti pronti ad essere implementati nel triennio potrebbe infatti essere limitato e insufficiente per raggiungere il target di 315 miliardi. Un approccio rigoroso alla clausola dell’addizionalità potrebbe quindi ostacolare la capacità del Fondo di avere un rilevante impatto sugli investimenti, la crescita e l’occupazione, mettendo a rischio quindi i suoi obiettivi principali.

Per evitare questo pericolo, il Regolamento del FEIS ha optato per una definizione più ampia di addizionalità: secondo l’articolo 5 (paragrafo 1), il Fondo può finanziare progetti con un più basso profilo di rischio se ciò è richiesto per far fronte a fallimenti di mercato o a situazioni di investimento sub-ottimali, e che questi progetti non sarebbero potuti essere implementati senza il sostegno del FEIS nel periodo di copertura di questo, da parte di BEI, FEI o strumenti finanziari esistenti. In altre parole, la BEI può utilizzare il FEIS per espandere le attività tradizionali di BEI e FEI, a condizione di provare l’esistenza di fallimenti di mercato o situazioni di investimento sub-ottimali (una condizione che si ritrova però in ogni tipo di operazione della BEI e del FEI, data la missione della Banca). Se questo più ampio approccio all’addizionalità potrebbe permettere al FEIS di avere un significativo impatto sull’investimento aggregato, rende allo stesso tempo il concetto di *addizionalità* più complesso.

Si può quindi affermare che i risultati del Piano dipendono in larga misura dalla selezione dei progetti, che dovranno essere scelti sulla base di criteri molto rigidi, ed in particolare sulla base dell’attenta valutazione del costo opportunità e del criterio di addizionalità. Ciò mette al centro del dibattito sui potenziali limiti del Piano anche la *governance* del FEIS, rendendo evidente l’importanza della fase della selezione dei progetti, e quindi il ruolo chiave dell’organo deputato alla selezione degli stessi. In particolare, la qualità e l’indipendenza della *governance* del Fondo e dell’*Investment Committee* appaiono estremamente rilevanti: è facile poter cadere nella “*trap of political capture*”, e scegliere progetti non in base al criterio dell’addizionalità e a una

valutazione attenta dei costi opportunità, ma sulla base di scelte politicamente motivate. Il Comitato degli investimenti è composto infatti da membri esterni ed indipendenti, ma ciò non riduce le perplessità poiché gli esiti del Piano sembrano dipendere in modo eccessivo dalla selezione dei progetti da parte di questi membri.

Inoltre, la presenza di tecnici all'interno dell'*Investment Committee*, fa sorgere critiche risultanti da un possibile limite rilevante. La selezione dei progetti valutati in modo scientifico, senza calcolare ulteriori variabili rispetto a quelle del ritorno socio-economico e dell'addizionalità, non fornisce alcuna garanzia che i contributi versati dagli stati membri al Fondo rifluiscono ai paesi in funzione dei versamenti effettuati. Il Piano potrebbe quindi generare possibili effetti asimmetrici nell'economia.

L'altra faccia della medaglia di questo limite è però rappresentata dal rischio di concentrazione geografica dei benefici del FEIS. Sebbene secondo il Regolamento del FEIS la selezione dei progetti non consideri il criterio di adeguatezza del ritorno economico in relazione alle quote versate da ogni singolo stato membro, esiste il rischio che il Fondo possa creare benefici in modo sproporzionato in determinate regioni o aree. In particolare, questo limite potrebbe riguardare la concentrazione dei progetti finanziati dal FEIS in quei paesi con mercati finanziari più sofisticati e contesti economici e politici più stabili. Nonostante il Regolamento faccia riferimento alla necessità di coerenza con l'obiettivo della coesione - "la strategia dovrebbe stimolare la competitività e la ripresa economica ed essere complementare all'obiettivo di coesione economica, sociale e territoriale all'interno dell'Unione" (paragrafo 11) - e all'esigenza di evitare la concentrazione delle operazioni favorite dal FEIS, il principale obiettivo del Piano rimane il miglioramento del livello aggregato di investimenti in Europa. Ne consegue che per raggiungere questo obiettivo si possa creare una tendenza a dare la precedenza a quei progetti già pronti per essere implementati, e questo andrebbe certamente a creare un maggiore beneficio per quei paesi con maggiori capacità tecniche nell'utilizzare gli strumenti finanziari e strutturare progetti ad alto rischio.

Un altro problema in termini di allocazione geografica potrebbe essere ravvisato nella funzione delle banche di promozione nazionali. In primo luogo, il ruolo centrale delle NPBs nel funzionamento del FEIS potrebbe portare a benefici maggiori agli stati membri con istituti più forti e sviluppati. Se si analizzano le precedenti esperienze di fondi co-finanziati (come per esempio il *Marguerite Fund* e l'*European Energy Efficiency Fund*), si osserva che gli investitori principali, insieme alla Commissione Europea e alla BEI, sono le stesse banche di promozione

nazionale che hanno annunciato la più rilevante partecipazione al Piano, come la tedesca KfW, la francese CDC, l'italiana CdP, lo spagnolo ICO e la polacca PKO. Inoltre, le quote messe a disposizione dalle banche di promozione nazionali europee non costituiscono un contributo diretto da parte degli Stati membri al FEIS, ma un finanziamento indiretto. Nonostante il Piano abbia specificato che “*there should be no thematic or geographic pre-allocations*”, risulta difficile che le NPBs decidano di contribuire al FEIS perdendo il controllo sulla destinazione geografica delle proprie risorse. Un limite evidenziato da molti riguarda proprio l’allocazione di queste risorse in maniera arbitraria, subordinando agli investimenti sul territorio le cifre stanziare: come suggerito da U. Marengo (2015), “istituti come CdP contribuiranno finanziando quote aggiuntive di investimenti selezionati dal FEIS sul loro territorio”⁷². Un ulteriore elemento che potrebbe creare limiti in termini di effetti asimmetrici tra stati membri, riguarda poi la possibilità di discostarsi dall’OMT temporaneamente per far fronte ai costi derivanti dagli investimenti. Questa opportunità è aperta solo per gli stati sotto il braccio preventivo del PSC e per coloro la cui crescita del PIL sia negativa o rimanga al di sotto del suo potenziale (risultante in un *output gap* negativo maggiore dell’1,5% del PIL). Di conseguenza, molti degli stati membri dell’Unione europea che presentano i più grandi *gap* di investimento pubblico, ed in particolare i paesi periferici con i più seri problemi conseguenti alla crisi finanziaria internazionale (come Grecia, Cipro, Spagna o Portogallo) sarebbero esclusi dai benefici di questa clausola.

Come risultato di tutti questi fattori, alcuni esperti temono la concentrazione degli investimenti sostenuti dal Fondo nei paesi centrali e nord-europei, a spesa di quelli periferici e dell’est Europa.

Alcuni dubbi e perplessità derivano anche dallo scetticismo riguardo all’attrazione degli investimenti privati. Infatti, uno dei problemi più rilevanti per le imprese è rappresentato dalla mancanza di fiducia sul ritorno dell’investimento, oltre alla difficoltà nell’ottenere i finanziamenti. In quest’ottica, risulta difficile pensare ad un grande stimolo alla domanda aggregata, alla previsione di maggiori ricavi che possano creare per imprese una prospettiva di guadagno tale da consentire un adeguato ritorno sugli investimenti effettuati. Come sottolineato da PENNISI G. (2015), anche il Presidente della BEI Werner Hoyer ha mostrato alcuni dubbi iniziali sull’assenza di sufficienti progetti per il settore privato. Hoyer, oltre a sottolineare l’importanza dei progetti privati in ricerca e sviluppo (“si è evidenziato tanto il *gap* di

⁷² MARENGO U. (2015)

investimenti, ma in Europa vi è un maggiore un problema nel *gap* di innovazione”), ha posto l’attenzione sull’importanza del terzo pilastro, e quindi sulla necessità di collaborazione non solo con i Commissari interessati - K. Katainen, (Crescita e investimenti), P. Moscovici (Affari economici) e V. Dombrovskis (Euro) - ma “è il caso di iniziare a collaborare di più anche con F. Timmermans (Commissario per la Migliore legislazione) e C. Georgieva (Commissario al Bilancio)”; risulta necessaria quindi un’azione regolatoria per rendere l’Europa un ambiente più favorevole alla crescita⁷³.

Tuttavia, l’azione di regolamentazione prevista dal terzo pilastro, che risulta fondamentale per l’efficace implementazione del Piano, al contrario dei primi due pilastri non prevede un dettagliato *timetable*. In quest’ottica, nonostante il Piano menzioni che “*to boost research and innovation, EU competitiveness would benefit from fewer barriers to knowledge transfer, open access to scientific research and greater mobility of researchers*”, esso non offre un concreto programma per la realizzazione degli obiettivi individuati⁷⁴ e ciò potrebbe minare la capacità di incrementare la fiducia nel settore privato e nel convincere gli investitori in un miglioramento del clima e dell’ambiente degli investimenti nel futuro.

Nonostante molte perplessità e critiche nate in seguito alla proposta del Piano del 26 novembre 2014, le istituzioni europee e gli stati membri si sono mostrati fiduciosi nell’accogliere le potenzialità del Piano e sono state rispettate tutte le scadenze suggerite dalla Comunicazione. Infatti, a seguito dell’avallo da parte del Consiglio europeo del 18 e 19 dicembre 2014, la Commissione a gennaio 2015 ha presentato la proposta di Regolamento sul FEIS, approvata poi a giugno 2015 dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell’Unione europea.

Conclusioni

Il Piano Juncker sicuramente mostra un segnale forte da parte delle istituzioni europee rappresentando una risposta aggregata necessaria per far fronte ad un momento di grande debolezza, caratterizzato da un notevole calo degli investimenti. In seguito all’analisi della sua struttura operativa, delle potenzialità e degli eventuali limiti, si può affermare che l’obiettivo del Piano di finanziare l’innovazione delle imprese e rilanciare gli investimenti attraverso strumenti finanziari innovativi è certamente concreto e raggiungibile da un punto di vista quantitativo,

⁷³ PENNISI G. (2015)

⁷⁴ VEUGELERS R. (2014), p. 4.

grazie anche alle garanzie della BEI e delle istituzioni europee, non solo in termini finanziari, ma anche in termini di esperienza. Tuttavia, il raggiungimento degli obiettivi e l'effettivo successo del Piano sono in funzione della qualità e delle modalità di implementazione degli strumenti predisposti, al fine di poter realizzarne le potenzialità ed eliminarne i possibili rischi. Come rimarcato più volte, il successo del Piano è basato anche su alcune condizioni di natura generale: in particolare il terzo pilastro rappresenta la condizione per raggiungere gli obiettivi dei primi due. Infatti il Piano necessita che vengano portate a termine alcune riforme, nazionali ed europee, indispensabili per creare la giusta cornice istituzionale e di mercato per il finanziamento delle infrastrutture e per gli investimenti delle imprese, come stabilità politica e legislativa, procedure amministrative snelle e rapide, un sistema giudiziario rapido e affidabile, pubblica amministrazione efficiente e semplice, moderati carichi fiscali, un mercato del lavoro flessibile, rappresentano fattori decisivi nella cornice degli investimenti.

CAPITOLO TERZO

I RISULTATI COMPLESSIVI DEL PIANO JUNCKER E LA PROPOSTA INVESTEU

Introduzione

Le potenzialità del Piano di investimenti per l'Europa si sono manifestate sin dal primo anno di implementazione. Ancor prima del varo del FEIS, risultati positivi si sono potuti riscontrare nella rapidità del processo legislativo, che ha permesso l'adozione del Regolamento che istituiva il FEIS in meno di sei mesi dalla sua proposta (la media è solitamente di quindici mesi dalla prima lettura). La velocità con cui è stata discussa, emendata e infine approvata la proposta nelle sedi istituzionali europee non ha solamente mostrato la volontà di intraprendere misure volte a rispondere in tempi brevi al problema della carenza degli investimenti in Europa, ma ha anche mostrato il consenso e la fiducia rivolti a questa nuova iniziativa da parte delle istituzioni europee e dai governi degli stati membri. In seguito all'avallo del Consiglio europeo di dicembre 2014, dopo solo cinque mesi il Parlamento europeo e il Consiglio UE hanno raggiunto un compromesso sulla proposta di Regolamento della Commissione di gennaio 2015, a seguito di otto incontri avvenuti a Bruxelles tra la fine di aprile e la fine di maggio, che ha portato all'approvazione finale del triloogo il 4 giugno. In seguito all'approvazione da parte del Parlamento⁷⁵ e all'adozione mediante procedura scritta del Consiglio UE (rispettivamente il 24 e il 25 giugno), il Regolamento (UE) 2015/1017 del FEIS è entrato in vigore il 4 luglio 2015⁷⁶. Nell'ambito del secondo pilastro, il 1° settembre 2015 è stato istituito il Polo europeo di consulenza sugli investimenti, mentre il Portale è diventato operativo solo l'anno successivo, il 1° giugno 2016.

La rapidità dell'iter legislativo ha consentito l'approvazione dei primi progetti tramite il FEIS in tempi brevi, permettendo già a giugno 2016 le prime valutazioni circa il funzionamento del Fondo e

⁷⁵ Con 464 voti favorevoli, 131 contrari e 19 astensioni.

⁷⁶ Il 26 giugno 2015 il Consiglio ha approvato le necessarie modifiche al bilancio dell'UE 2015 per l'istituzione del FEIS accettando il progetto di bilancio rettificativo n. 1 per l'anno in corso, necessario per la creazione della struttura di bilancio per il fondo di garanzia. Ha riassegnato inoltre 1,36 miliardi di EUR in impegni e 10 milioni di EUR in pagamenti all'interno del bilancio 2015 per costituire gradualmente il fondo di garanzia e fornire consulenza.

i risultati ottenuti dal Piano Juncker durante il suo primo anno di implementazione. I soddisfacenti risultati conseguiti da parte del FEIS in termini quantitativi (i.e. le cifre relative al numero di operazioni finanziate e investimenti mobilitati stimati) nella maggior parte dei paesi dell'Unione europea, hanno portato alla presentazione della Commissione della proposta di estensione del FEIS, sia in termini di durata (fino al 2020) che di volume (500 miliardi). L'anticipo biennale con cui il Presidente della Commissione europea ha promosso l'ampliamento del FEIS ha sollevato dubbi e perplessità⁷⁷: nonostante il Piano abbia conseguito risultati positivi in termini quantitativi durante il primo anno di operatività, sono emerse criticità e debolezze legate alla qualità della sua implementazione.

In questo capitolo saranno analizzati i dati e i risultati in termini quantitativi registrati nel primo anno di attività del FEIS che hanno creato ottimismo e fiducia tali da condurre alla proposta della sua estensione (paragrafo 1). Saranno poi analizzati le carenze, le criticità e i limiti manifestati dall'implementazione del Piano, esplorando in quali termini l'estensione del FEIS (FEIS 2.0) abbia costituito un tentativo per il loro superamento e per il rafforzamento del Piano nella sua interezza (paragrafo 2). In seguito, saranno analizzati i risultati ottenuti dal Piano fino a oggi in termini quantitativi e qualitativi, e il suo contributo in termini macroeconomici sugli investimenti, la crescita e l'occupazione nell'Unione europea, fornendone una valutazione complessiva (paragrafo 3). Infine, si analizzerà la proposta avanzata dalla Commissione europea nell'ambito del prossimo *Multiannual Macroeconomic Framework* per la creazione di un nuovo programma di finanziamento agli investimenti per il periodo successivo al Piano Juncker, esaminandone gli elementi principali in relazione a quelli del predecessore Piano Juncker (paragrafo 4).

⁷⁷ Il Regolamento 2015/1017 [COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, EUROPEAN PARLIAMENT (2015), art.18] prevedeva che alla fine del periodo di investimento iniziale (entro il 5 luglio 2018) la Commissione avrebbe presentato al Consiglio e al Parlamento europeo un rapporto contenente una valutazione indipendente sull'implementazione del Regolamento stesso e sul raggiungimento degli obiettivi fissati dal Regolamento; in base a queste conclusioni, se necessario, avrebbe dovuto presentare una proposta per stabilire un nuovo periodo di investimento, ristrutturare il fondo o porre fine al FEIS.

3.1 I RISULTATI POSITIVI DEL PIANO NELLA PRIMA FASE DI OPERATIVITA'

La rapidità del processo legislativo e l'attivazione degli strumenti di implementazione del Piano hanno costituito una componente significativa che ha permesso di valutare già a giugno 2016 gli ottimi risultati ottenuti dal Fondo già nel primo anno di vita. Infatti, la Commissione europea ha illustrato la realizzazione del Piano di investimenti nel periodo tra luglio 2015 (piena operatività del FEIS) e maggio 2016 attraverso la pubblicazione della Comunicazione *“Europe investing again: taking stock of the Investment Plan for Europe and next steps”*⁷⁸ e dello *State of Play* dell'*Investment Plan*. In entrambi viene sottolineata la presenza di risultati già tangibili del Piano, grazie al rapido avvio di tutte le sue componenti, e quindi la fiducia sul raggiungimento dell'obiettivo di mobilitare almeno 315 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi nell'economia reale entro metà 2018: *“the EFSI is firmly on track to deliver the objective of mobilising at least EUR 315 billion in additional investment in the real economy by mid-2018”*⁷⁹.

Infatti, nel periodo tra luglio 2015 e maggio 2016 è stato approvato un totale di circa 250 transazioni sotto la garanzia del FEIS, che secondo le stime della BEI e della Commissione europea avrebbero portato alla mobilitazione di circa 100 miliardi in investimenti: questo suggerisce che, dopo circa un anno, le operazioni FEIS avevano già raggiunto circa un terzo (il 32%) dei volumi di investimenti prospettati dall'iniziativa per il triennio.

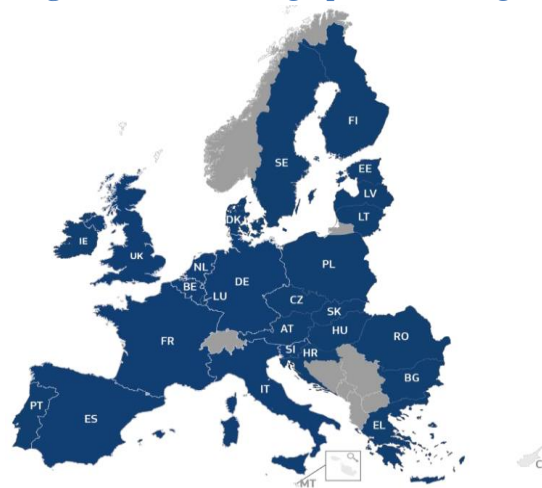
La maggior parte del volume finanziario del Fondo è stato approvato per le operazioni nell'ambito della finestra Infrastrutture e innovazione (circa 9,3 miliardi di euro); circa il 30% (3.5 miliardi di euro) sono stati invece allocati in progetti a beneficio di PMI e mid-cap: dopo circa un anno di attività, sono stati approvati 64 progetti nell'ambito del primo comparto; per ciò che concerne la finestra dedicata alle PMI, l'assorbimento da parte del mercato è stato particolarmente rapido e il *delivering* del FEIS ha superato le aspettative, confermando l'esistenza di un'elevata domanda di mercato: in un anno il Fondo ha supportato 185 transazioni FEI a beneficio di circa 140 mila start-up, mid-cap e PMI. La Commissione e la BEI si attendono l'attivazione di investimenti aggiuntivi per il valore di circa 49 miliardi di euro, ovvero più del 65% del target dei 75 miliardi di euro previsti per il triennio. L'elevato numero di transazioni predisposte dal Fondo durante il suo primo anno di operatività riflette l'impegno europeo nell'avviare rapidamente concrete iniziative, accelerando il prestito e le garanzie relative alle operazioni.

⁷⁸ EUROPEAN COMMISSION (2016a).

⁷⁹ EUROPEAN COMMISSION (2016d), p.5: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/investment_plan_booklet_en.pdf

Tale elemento si può ravvisare anche attraverso l'esame dei risultati in termini di distribuzione geografica, in cui il Piano ha dimostrato di raggiungere un'ampia copertura, con operazioni in 26 stati membri a beneficio di start-up, mid-cap e PMI, e 16 paesi beneficiari di progetti FEIS per infrastrutture e innovazione, per una copertura totale di 26 paesi su 28: solo Cipro e Malta non avevano ancora beneficiato di operazioni nell'ambito del Piano Juncker (Figura 144)⁸⁰.

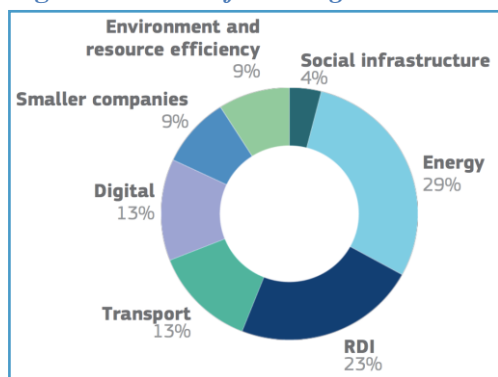
Figura 34 - EFSI Geographical Coverage



I progetti approvati finanziati con il Fondo riguardano numerosi settori, e alcuni di essi coprono più di un settore: complessivamente, a maggio 2016 i progetti in ambito energetico e ricerca, sviluppo e innovazione (RDI) risultano i più numerosi costituendo più della metà del totale di investimenti (rispettivamente 29 e 23 per cento del totale); molte operazioni sono state indirizzate anche verso il settore dei trasporti e il digitale (entrambi 13 per cento), (Figura 15)⁸¹.

In particolare, in riferimento al settore energia, il FEIS viene considerato un importante *driver* per il

Figura 15 - EFSI financing sector



finanziamento sostenibile e per l'investimento di lungo termine, al fine di consentire all'Europa di aumentare la sua produttività e compiere una transizione significativa verso un'economia a basse emissioni di carbonio ed efficiente sotto il profilo delle risorse utilizzate. Infatti sin dal suo primo mese di vita, il FEIS imprime un nuovo slancio a questa transizione attraverso: l'aumento del numero del volume dei progetti sostenibili da finanziare in linea con gli

obiettivi dell'accordo di Parigi, firmato il 22 aprile 2016⁸²; incentivi a sostegno dell'integrazione delle esternalità ambientali nei processi decisionali dei mercati finanziari; il sostegno al mercato delle obbligazioni *green* e sostenibili, in cui la BEI rappresenta il più grande emittente obbligazionario del mondo⁸³.

⁸⁰ Fonte: EUROPEAN COMMISSION (2016d)

⁸¹ *Ibidem*, p.10.

⁸² L'accordo di Parigi sul clima, firmato da 175 paesi ad aprile 2016, richiederebbe, per la piena implementazione e per il raggiungimento degli ambiziosi obiettivi, investimenti per più di 12 *triloni* di euro in efficienza energetica e tecnologie *low carbon* dal 2015 al 2030. In questo senso, il Piano Juncker si potrebbe dimostrare estremamente significativo per la mobilitazione di parte di queste risorse.

⁸³ Potrebbero consentire di orientare tali attività i nuovi strumenti pilota quali lo strumento di finanziamento privato per l'efficienza energetica (PF4EE) e lo strumento di finanziamento del capitale naturale (NCFF).

Il significativo ruolo del FEIS nel settore energia viene sottolineato sia nella Comunicazione di giugno 2016 sia nello *State of play*: “*EFSI can play an important role in paving the way for sustainable, energy secure and climate resilient economic growth in Europe. So far around half of all approved transactions under the Infrastructure and Innovation window are in the energy and climate sector*”⁸⁴. Infatti, la BEI ha finanziato circa 4 miliardi di operazioni, con un ritorno previsto di attivazione di 27.3 miliardi in investimenti totali⁸⁵. Anche gli investimenti nel settore RDI sono considerati cruciali, poiché i fondi UE esistenti dedicati a questo tipo di investimenti sono limitati in comparazione alle necessità europee: il Piano viene considerato uno strumento essenziale per la mobilitazione di investimenti privati connessi ai settori RDI, al fine di colmarne il *gap* esistente, (i.g. bio-economia, *circular economy*, salute ed educazione, infrastrutture di ricerca). Durante il primo anno di operatività, circa due terzi degli investimenti supportati dal FEIS avevano una forte componente di RDI: in questo senso, il Piano costituisce quindi un’opportunità per costruire una *pipeline* di progetti di qualità con una grande componente di ricerca sviluppo e innovazione. La BEI ha finanziato circa 990 milioni di operazioni, e si aspetta di attivare investimenti per 3.81 miliardi di euro.

Per soddisfare il fabbisogno di finanziamenti in un’ampia gamma di settori e per rafforzare i risultati dei progetti in alcune aree (come energia e RDI), la Commissione europea e la BEI hanno posto l’accento sul concetto di complementarietà del FEIS, che costituisce un elemento fondamentale per l’impegno generale di assicurare un impiego migliore dei fondi dell’UE in tutte le sfere d’intervento. Nel primo anno di attività del Piano, le due istituzioni hanno incoraggiato la complementarità attraverso la combinazione delle garanzie del FEIS con altri fondi dell’Unione europea e la creazione di un’integrazione tra le diverse linee di finanziamento: infatti, abbinando al sostegno del FEIS altre fonti di finanziamento, si possono coprire per un dato progetto tipi diversi di rischio, attraendo così un numero maggiore di investitori. In particolare, un supporto significativo ai progetti con settori simili a quelli supportati dal FEIS può essere rappresentato dai Fondi strutturali

⁸⁴ *Ivi*, p. 28.

⁸⁵ Le prime operazioni firmate dalla BEI a luglio 2015 riguardavano proprio l’energia, come la *Copenhagen infrastrutture II* in Danimarca, un fondo *private equity* concentrato su progetti per l’energia (finanziamento FEIS: 75 milioni; nuovi posti di lavoro attesi: circa 3,500-5,000), e il *Capenergie 3 Fund* in Francia, con investimenti in progetti verso PMI di energia rinnovabile in Francia e nell’Unione europea (finanziamento FEIS: 50 milioni di euro, investimenti attesi: 1 miliardo di euro)

e di investimento europei (ESIF/Fondi ESI)⁸⁶ e nel quadro di altri programmi dell'Unione europea, come *Connecting Europe Facility* (CEF), *Horizon 2020*, il Programma europeo per l'Occupazione e l'Innovazione sociale (EaSI).

In riferimento ai Fondi strutturali di investimento, a Febbraio 2016 la Commissione europea in collaborazione con la BEI ha pubblicato delle *guidelines* volte a fornire una panoramica sull'utilizzo complementare degli ESIF e del FEIS a livello di progetto, di piattaforme di investimento o tramite strumenti finanziari⁸⁷. Tale opuscolo costituisce una guida per spiegare alle autorità locali e a tutti i soggetti interessati le potenzialità dell'uso complementare dei Fondi ESI e FEIS, massimizzando le possibili sinergie che derivano dal loro utilizzo: i due fondi, pur nella loro diversità, si rafforzano a vicenda e risultano complementari in termini di *ratio*, concezione e quadro legislativo. Grazie a un uso complementare delle sovvenzioni UE e dei finanziamenti della BEI, è possibile raggiungere nuovi beneficiari, in particolare occupandosi di progetti più piccoli raggruppati in piattaforme di investimento. I fondi SIE non possono essere trasferiti direttamente al FEIS, ma attraverso un maggiore coordinamento delle risorse e degli interventi contribuiscono all'attuazione degli obiettivi previsti e al rafforzamento delle potenzialità del Piano⁸⁸. Oltre alla combinazione tra FEIS e fondi ESI, nel primo anno di attività del Piano, la Commissione e la BEI hanno posto l'accento sulla necessità di favorire ulteriormente l'abbinamento tra i fondi disponibili nel quadro di altri programmi dell'Unione europea, come il CEF (più di 30 miliardi di euro) e

⁸⁶ I Fondi strutturali e di investimento europei (ESI) sono composti da: il Fondo europeo di sviluppo regionale (FESR), il Fondo sociale europeo (FSE), il Fondo di coesione (FC), il Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale (FEASR), il Fondo europeo per gli affari marittimi e la pesca (FEAMP). Tali fondi, che condividono un quadro giuridico comune (*Common Provision Regulation*), forniscono un significativo contributo agli obiettivi dell'Unione europea di crescita intelligente, sostenibile e inclusiva; sono erogati attraverso programmi pluriennali cofinanziati a livello nazionale, che la Commissione approva e gli stati membri e le loro regioni attuano in regime di gestione concorrente. Nel periodo 2014-2020, sono previsti 454 miliardi di euro da investire in 500 programmi concentrati in settori strategici, con particolare attenzione nei confronti di RDI, sostegno alle PMI, economia a basse emissioni di carbonio e tecnologie dell'informazione e della comunicazione.

⁸⁷ EUROPEAN UNION (2016).

⁸⁸ In particolare, Il Regolamento 2015/1017 consente agli stati membri di utilizzare le risorse dei programmi operativi a valere sui fondi ESI per contribuire a progetti finanziati dal FEIS. Al contempo, i beneficiari dei fondi SIE possono ricevere supporto anche da altri strumenti finanziari a valere sul bilancio UE; la combinazione è ammessa sia per l'attuazione di singoli progetti sia per rendere disponibili nuovi strumenti finanziari a supporto degli investimenti. Per ciò che concerne le sinergie a livello di progetti, un investimento può ricevere agevolazioni a valere su uno o più fondi ESI e al contempo da parte di altri programmi UE, a condizione che non si abbia un doppio finanziamento delle stesse spese. In altre parole, la parte di un progetto già finanziata dai fondi strutturali e dal relativo cofinanziamento non può ricevere il supporto anche dal FEIS, che però può contribuire a coprire altri costi. Fondi SIE ed EFSI possono essere combinati anche a un livello ulteriore, attraverso strumenti finanziari e piattaforme di investimento, purché si mantengano contabilità separate dei differenti budget.

Horizon2020 (75 miliardi), al fine massimizzare le risorse disponibili per progetti negli ambiti RDI ed energia⁸⁹.

In quest'ottica, alcuni esempi sono rappresentati da progetti quali l'“*Accessibility Ports Infrastructure*”⁹⁰, progetto implementato in Spagna attraverso una combinazione di risorse di garanzia CEF e Fondi ESI tramite il FEIS, e il progetto “*Nord-Pas-de-Calais*”⁹¹, che costituisce il primo caso di combinazione tra i Fondi strutturali e di investimento europei con le garanzie del FEIS, il quale ha permesso di massimizzare la partecipazione del settore privato attraverso la creazione di un fondo che investe capitale di rischio in imprese che sviluppano progetti correlati.

La Commissione e la BEI hanno favorito la complementarità anche attraverso la cooperazione con le Banche di promozione nazionali per rafforzare l'attuazione del Piano in termini qualitativi. Le *NPBs*, già dal primo anno di attività del Piano, hanno manifestato il loro ruolo cruciale, favorendo: a) l'aumento delle risorse del Fondo, b) l'offerta di un'ampia gamma di prodotti complementari, c) la conoscenza del contesto locale e la ramificazione geografica. In riferimento alla prima dimensione, in un anno nove stati membri hanno annunciato l'impegno a cofinanziare i progetti in ambito FEIS principalmente tramite le banche di promozione nazionali, per un totale di 42,5 miliardi di euro, a favore degli investimenti pubblici e privati del Piano (risorse da investire, non direttamente nel FEIS, ma nei progetti e nelle piattaforme). Per l'Italia, Cassa depositi e prestiti (CdP), ha messo a disposizione 8 miliardi di euro per un cofinanziamento aggiuntivo rispetto a quello di BEI e FEI (il cui primo miliardo è dedicato al finanziamento delle PMI); la stessa cifra è stata resa disponibile da altre *NPBs* europee (la tedesca *Kreditanstalt für Wiederaufbau*, la francese *Caisse des dépôts*, e la polacca *Bank Gospodarstwa Krajowego*); UK con 6 miliardi di sterline (corrispondenti a circa 8,5 miliardi di euro); lo spagnolo *Instituto de Credito Oficial* ha messo a

⁸⁹ Per esempio, nello *State of play* di maggio 2016, al fine di ottenere migliori risultati nei *green investments*, viene auspicato l'abbinamento tra le garanzie FEIS e CEF per poter migliorare le possibilità di supporto i programmi di investimento TSO (*Transmission System Operator*) e i *Projects of Common Interest*.

⁹⁰ Il progetto “*Accessibility Ports Infrastructure*” consiste in un insieme di prestiti per finanziare investimenti volti a migliorare l'accesso ferroviario e stradale nei porti spagnoli, attraverso un fondo statale (*Port Accessibility Fund*). Il progetto migliorerà a migliorare la connessione in porti strategici locati nella TEN-T Network. L'operazione costituirà una naturale con il sostegno fornito dalla BEI allo sviluppo di questo *seaport network* negli anni precedenti al Piano Juncker. Per un'analisi più approfondita del progetto: <http://www.eib.org/en/projects/pipelines/pipeline/20150115>

⁹¹ Il progetto “*Nord-Pas-de-Calais*” mira a sviluppare un'economia a basse emissioni di carbonio nella regione francese (la cd. *Troisième Révolution Industrielle* - TRI), e intende crearne un nuovo paradigma economico rinnovabile e sostenibile a zero emissioni entro il 2050, creando al contempo occupazione e sviluppo dell'economia nella regione. La regione partecipa utilizzando i Fondi ESI, fornendo finanziamento *equity* attraverso investitori pubblici e privati; la BEI, supportata dal FEIS, fornisce debito al Fondo; le banche commerciali forniranno debito senior a livello di progetto; in aggiunta al finanziamento, la regione offre inoltre assistenza tecnica grazie ad una garanzia fino a 2.5 milioni di euro dalle risorse dei fondi ESI. Per un'analisi più approfondita del progetto: <http://www.eib.org/en/projects/pipelines/pipeline/20140293>.

disposizione 1,2 miliardi. Inoltre hanno partecipato anche le *NPBs* di Slovacchia, Bulgaria e Lussemburgo, rispettivamente con 400, 100 e 80 milioni di euro. Si può quindi affermare che le *NPBs*, fornendo risorse aggiuntive, hanno svolto un ruolo cruciale concretando le potenzialità del Piano in termini quantitativi - come auspicato nel Regolamento FEIS (paragrafo 36) e nella Comunicazione di luglio 2015 della Commissione “*Working together for jobs and growth: The role of National Promotional Banks (NPBs) in supporting the Investment Plan for Europe*”: “il rafforzamento della cooperazione tra le banche nazionali di promozione, da un lato, e la Commissione e il gruppo BEI, dall'altro, è pertanto condizione essenziale per il successo del Piano”⁹².

Inoltre, la Commissione europea e la BEI hanno promosso la cooperazione tra le banche nazionali di promozione e le piattaforme d'investimento. Dal momento che gli istituti nazionali di promozione non possono beneficiare direttamente della garanzia dell'Unione e della BEI, essi usufruiscono delle piattaforme quali strumenti flessibili, in grado di catalizzare risorse sia pubbliche che private per aggregare progetti, ridurre i costi e ripartire più efficacemente il rischio fra le varie classi di investitori; possono contribuire a finanziare progetti più piccoli e a riunire fondi di varia provenienza per consentire investimenti diversificati aventi un rilievo geografico o tematico. In questo senso, a febbraio 2016 lo *Steering Board* del FEIS ha adottato regole applicabili alle operazioni attuate dal Fondo con le piattaforme di investimento e le banche nazionali di promozione⁹³, che sottolineano i principi fondamentali per l'impostazione di piattaforme di investimento sotto il FEIS e le loro possibili strutture. La prima piattaforma di investimento FEIS approvata è il “*Fonds SPI Sociétés de Projets Industriels*”, un fondo che mira promuovere gli investimenti produttivi in Francia⁹⁴. Appare necessario sottolineare che prima del Piano erano già operative varie piattaforme multilaterali, quali il Fondo Marguerite per le infrastrutture, il Fondo europeo per l'efficienza energetica (EEEF) e il Fondo europeo per l'Europa sudorientale (EFSE). Ciascuno di questi fondi coinvolge un nucleo di grandi investitori, tra i quali la BEI e banche

⁹² EUROPEAN COMMISSION (2015b)

⁹³ EIB, EC, *Rules applicable to operations with investment platforms and national promotional banks or institutions*, febbraio 2016. Consultabili all'indirizzo http://www.eib.org/attachments/strategies/efsi_steering_board_rules_applicable_to_operations_with_investment_platforms_and_npbs_or_institutions_en.pdf

⁹⁴ Insieme a partner privati e a risorse dallo Stato francese, il fondo intende sostenere le imprese di nuova costituzione, per finanziarne la transizione alla fase di industrializzazione di nuove tecnologie, e nuovi settori. L'obiettivo è promuovere lo sviluppo di nuove opportunità industriali, migliorando la competitività, e sostenere lo sviluppo di poli industriali, in particolare per la transizione ecologica ed energetica. Il fondo ha strumenti di un alto valore aggiunto, combinando in particolare intensità di capitale, più lungo dell'usuale ritorno nell'investimento e un particolare mix di rischio

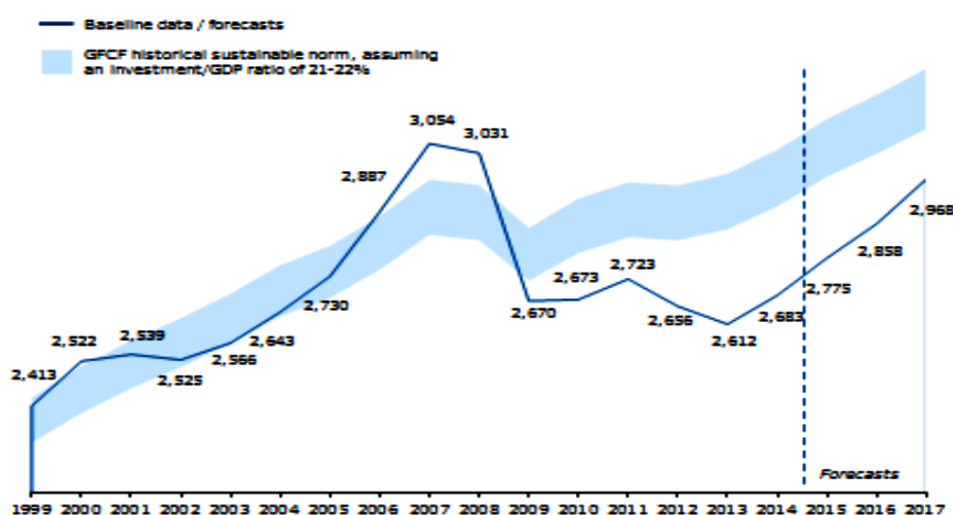
nazionali di promozione, che vengono integrati in gradi diversi da co-investitori privati che intervengono a livello sia di fondo sia di singoli progetti finanziati dalla piattaforma. In questo modo le piattaforme raggruppano risorse provenienti da promotori di vario tipo investendole in un portafoglio diversificato di progetti nei settori coperti dal fondo. Ove necessario può essere fornito un supporto di credito del FEIS, al fine di favorire l'ingresso di co-investitori privati attenuando gli specifici rischi di progetto o di portafoglio.

Inoltre, il ruolo delle *NPBs* nel primo anno si è dimostrato cruciale non solo in relazione alla loro partecipazione in termini di co-finanziamenti e per l'implementazione di piattaforme di investimento, ma anche attraverso la sinergia con il Polo europeo di consulenza per gli investimenti (PECI). Infatti, a un anno dal varo del FEIS 18 istituti nazionali di promozione europei hanno firmato accordi con l'*Advisory Hub* nei diversi Paesi dell'Unione: la cooperazione ha contribuito alla creazione di *partner networks* per lo scambio di *best practices*, al fine di migliorare il contatto con i promotori dei progetti e consentire una più ampia copertura dei servizi in tutta l'Unione europea, per fornire servizi completi e comprensivi di consulenza a livello anche nazionale e regionale. Un elemento da sottolineare in questo senso è inoltre l'avvio della collaborazione del Peci con partner internazionali, quali la *European Bank for Reconstruction and Development* (BERS) e la *World Bank*, sia per migliorare la presenza sul territorio sia per fornire servizi di consulenza complementare nelle aree non coperte dalla BEI: si legge sul portale "*To make the services of the hub more accessible at national and local level, the EIB and the Commission are working closely with National Promotional Banks as well as with other international partners such as the European Bank for Reconstruction and Development and the World Bank. The EIB is developing more tailor-made technical assistance at local level*". Dalla sua attivazione (1 settembre 2015) il polo di consulenza ha operato cercando di rispondere nel migliore dei modi alle esigenze manifestate: alla fine di maggio 2016 sono state ricevute dal polo più di 160 richieste da 26 stati membri, di cui due terzi dal settore privato.

In generale, dall'analisi in termini quantitativi dell'implementazione delle componenti del FEIS nel suo primo anno di operatività emergono dati positivi, sia per quanto riguarda il volume di approvazioni e investimenti mobilitati in numerosi settori strategici in quasi tutti i paesi dell'Unione europea, sia per il contributo proveniente dalle *NPBs* e dall'attività registrata dal Peci. Dati incoraggianti si riscontrano anche a livello macroeconomico: nonostante l'impatto dei risultati del Piano Juncker non sia visibile nel breve periodo in termini complessivi, viene considerato uno degli elementi che hanno contribuito al miglioramento della prospettiva globale nell'Unione europea in termini macroeconomici. Ciò trova riscontro nelle *Spring economic forecasts* della Commissione: "*since mid-2014, economic growth in Europe has benefitted from a combination of favorable*

factors successively kicking in. Since June 2014, growth has enjoyed the support of sharply falling oil prices and the announcement of quantitative easing, which along with the launch of the large-scale Investment Plan for Europe helped to brighten the outlook”⁹⁵. Infatti, a 18 mesi dalla presentazione del Piano di investimenti per l’Europa, le condizioni per un aumento degli investimento si potevano considerare migliorate, con una ripresa in termini di crescita e fiducia nell’economia europea. La Comunicazione della Commissione di giugno 2016, descrive il bilancio del primo anno di operatività del Piano anche in riferimento all’analisi delle componenti macroeconomiche a livello europeo: “The European Union (EU) is now in its fourth year of moderate recovery, with GDP growing at 2% in 2015. While the level of investment in the EU dropped significantly as a consequence of the financial crisis, there are early signs of recovery in spite of global and domestic risks to growth. The comprehensive efforts initiated with the Investment Plan are already delivering concrete results, despite the fact that macroeconomic effects of larger investment projects cannot be immediate. Investment is expected to continue to pick up gradually throughout 2016 and 2017 although it remains below historically sustainable levels; this positive momentum must be maintained and efforts need to be continued to bring investment back to its long-term sustainable trend. The mechanisms of the Investment Plan work and must be reinforced to continue the mobilisation of private investments in sectors critical to Europe's future and where market failures remain”⁹⁶ (Figura 16)⁹⁷.

Figura 16 - Investment trends in the EU



⁹⁵ EUROPEAN COMMISSION (2016b), p.26.

⁹⁶ EUROPEAN COMMISSION (2016a), p.3.

⁹⁷ *Ibidem*.

Sulla base di questi risultati, che dimostrano le potenzialità previste in termini di cifre raggiunte e di implementazione degli strumenti predisposti dal Regolamento del FEIS, la Commissione europea, in concomitanza con la Comunicazione di giugno, ha manifestato la volontà di presentare nell'autunno 2016 una proposta legislativa per estendere il Fondo in termini di durata e volume, tenendo in considerazione la scarsità delle risorse del budget. Il Consiglio europeo del 28 giugno 2016⁹⁸ ha rafforzato questa direzione, concludendo che, sulla base dei risultati concreti raggiunti dal FEIS, le proposte che la Commissione proporrà per il futuro del FEIS avrebbero dovuto essere esaminate con urgenza dal Parlamento europeo e dal Consiglio.

In linea con queste premesse, la Commissione europea ha risposto concretamente alle priorità indicate presentando a settembre 2016 la valutazione del FEIS insieme alla proposta di Regolamento per la proroga del FEIS. Secondo l'articolo 18 del Regolamento (EU) 2015/1017 del FEIS, la Commissione avrebbe dovuto valutare l'utilizzo della garanzia europea entro gennaio 2017, e presentare una valutazione indipendente sul funzionamento del Fondo, del Polo di consulenza e del Portale entro luglio 2018, ovvero entro la fine del triennio previsto in origine per il Piano. L'anticipo biennale con cui la Commissione ha presentato la sua valutazione del FEIS risponde alla necessità di evidenziarne i successi dal suo avvio: la valutazione della Commissione conferma infatti gli esiti indicati dalla Comunicazione e dallo *State of Play* di giugno 2016. In particolare, rappresenta una panoramica dell'utilizzo della garanzia dell'Unione e del funzionamento dei fondi di garanzia nel corso del suo primo anno di attività fino al 30 giugno 2016: la valutazione, in termini di efficacia, efficienza e pertinenza, conferma i risultati complessivamente positivi aggiornandoli⁹⁹. In particolare, ne emerge che nel primo anno di attività l'impiego della garanzia dell'Unione si è rivelato un modo efficace ed efficiente per ampliare in modo considerevole il volume delle attività più rischiose condotte dalla BEI e delle garanzie del FEI a favore delle PMI e delle mid-cap. Nelle conclusioni della valutazione viene sottolineato che, alla luce di circa 300 operazioni, è possibile una certa ricalibrazione del fondo di garanzia, suggerendo e giustificando esplicitamente la proposta di estensione della Commissione.

⁹⁸ EUROPEAN COUNCIL (2016)

⁹⁹ In linea con i risultati di maggio 2016, al 30 giugno 2016 sono stati approvati 77 progetti sotto la finestra infrastrutture e innovazione (per un ammontare totale di 11 miliardi di finanziamento), e 186 progetti sotto la finestra dedicata alle PMI e alle mid-Caps, per un totale di 3.4 miliardi di finanziamento.

Sulla base di questo successo, nel suo discorso sullo stato dell'Unione del 14 settembre¹⁰⁰ il Presidente Jean-Claude Juncker ha annunciato una proposta¹⁰¹ mirata ad estendere la durata del FEIS e ad ampliarne la capacità al fine di stimolare ulteriormente gli investimenti, il cosiddetto "FEIS 2.0". La proposta prevede l'ampliamento del periodo iniziale di tre anni (2015-2018), con un obiettivo di 315 miliardi di EUR, ad almeno 500 miliardi di EUR di investimenti entro il 2020.

La proposta legislativa consentirebbe una proroga per la copertura di tutto il periodo del vigente quadro finanziario pluriennale e un aumento delle garanzie dell'Unione europea da 16 a 26 miliardi di euro per arrivare ad un FEIS potenziato da 21 a 33,5 miliardi di euro, con un obiettivo totale di investimenti in crescita fino a 500 miliardi di euro in un orizzonte temporale ampliato a tutto il 2020.

3.2 CRITICITA' E LIMITI NELL'ATTUAZIONE DEL PIANO E IL FEIS 2.0

Nel primo anno, secondo le prime valutazioni il FEIS ha prodotto i risultati attesi da un punto di vista quantitativo. Come previsto dalle sue potenzialità, le cifre mostrano il raggiungimento degli obiettivi auspicati in termini di progetti approvati e utilizzo delle garanzie, superando addirittura le aspettative nella finestra dedicata alle PMI. Tuttavia, in seguito alla proposta di estensione da parte della Commissione europea presentata a settembre 2016 insieme alla valutazione dell'utilizzo della garanzia dell'Unione, sono emersi dubbi e critiche a riguardo, in particolare in riferimento a carenze da un punto di vista qualitativo nell'attuazione delle componenti del Piano.

Innanzitutto, nuove decisioni non dovrebbero precedere le valutazioni. Le considerazioni riguardanti il futuro del FEIS sembrano basarsi su elementi non solidi, e non su valutazioni sul valore aggiunto effettivo del Fondo: infatti, seppur dopo un anno siano disponibili sufficienti informazioni sulle operazioni BEI e sui progetti FEIS in termini di cifre, le informazioni sull'impatto effettivo possono risultare ancora limitate. Come argomentato da P. Wruuk, il primo anno può essere considerato un anno di transizione, poiché l'implementazione dei progetti appare in

¹⁰⁰ Il Presidente Jean Claude Juncker, visti i risultati positivi in termini quantitativi, ha deciso non solo di rafforzare gli strumenti principali del Piano, ma anche di aggiungere una dimensione esterna, proponendo anche la creazione di un "*External Investment Plan*" per incoraggiare gli investimenti in Africa e nel vicinato dell'Unione Europea.

¹⁰¹ EUROPEAN COMMISSION (2016c).

una fase ancora iniziale ed è necessario del tempo per osservarne i risultati in termini di effettività¹⁰².

Infatti al momento della proposta di estensione era solo possibile valutare i risultati in termini prettamente quantitativi considerando solo due dimensioni (il tempo e i numeri raggiunti) e non una valutazione dell'impatto raggiunto complessivamente da queste cifre sull'economia, tale da poter permettere la decisione di un'estensione del Fondo. In secondo luogo, anche in termini di cifre è necessario distinguere tra i progetti approvati dalla BEI, le operazioni già firmate (come per esempio i termini contrattuali accordati tra i partner) e il versamento del finanziamento. Se da una parte le cifre relative agli investimenti stimati a giugno 2016 (circa 100 miliardi di euro) rappresentano risultati estremamente positivi poiché suggeriscono che il FEIS in un anno aveva già raggiunto circa un terzo della cifra obiettivo dei 315 miliardi di euro del triennio, dall'altra è necessario sottolineare che, i progetti approvati in ambito FEIS (12.8 miliardi di euro) raggiungevano solo il 20% della cifra auspicata nei tre anni (considerando come *benchmark* il versamento di 60 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi secondo quanto suggerito da G. Claeys e A. Leandro¹⁰³).

In questa direzione si pone anche il parere approvato l'11 novembre 2016 dalla Corte dei conti "FEIS: una proposta prematura di estensione ed espansione"¹⁰⁴, che ha espresso scetticismo nei confronti della proposta di ampliamento del Fondo, in particolare insistendo su tre aspetti poco convincenti: il fatto che la proposta di estendere il FEIS sia basata su limitati riscontri fattuali; la potenziale esagerazione dell'impatto e dell'effetto moltiplicatore del FEIS; la trasparenza nella sua *governance*. A solo un anno di attività, non esiste un'esauriente valutazione dell'impatto del Piano e non sono quindi presenti sufficienti elementi che giustifichino la proposta di aumento della dotazione finanziaria, se non per la finestra delle PMI e mid-caps, in cui si può riscontrare con certezza un grande successo¹⁰⁵. Secondo gli *auditor* della Corte infatti, la Commissione europea avrebbe dovuto rispettare il calendario previsto dal Regolamento 2015/1017 per prendere una

¹⁰² WRUUCK P. (2016).

¹⁰³ CLAYES G., LEANDRO A. (2016).

¹⁰⁴ EUROPEAN COURT OF AUDITORS (2016), Parere presentato in virtù dell'articolo 287, paragrafo 4, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) concernente la proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica i regolamenti (UE) n. 1316/2013 e (UE) 2015/1017 e la valutazione della Commissione che l'accompagna redatta in applicazione dell'articolo 18, paragrafo 2, del regolamento (UE) 2015/1017— *FEIS: una proposta prematura di estensione ed espansione*

¹⁰⁵ Infatti, in seguito al successo riscontrato nell'assorbimento di domanda della finestra dedicata a PMI e mid-caps, a luglio 2016 lo sportello è stato incrementato di 500 milioni di euro (nel rispetto dei parametri del regolamento), per consentire di avere risorse finanziarie sufficienti per continuare a finanziare le PMI con il sostegno del FEIS.

decisione riguardo all'estensione o meno del Fondo, affinché potessero essere maggiormente visibili gli impatti economici, sociali e ambientali e il raggiungimento degli obiettivi auspicati. In linea con queste premesse, la Corte ha criticato l'anticipo biennale rispetto alla programmata rivisitazione dei meccanismi di funzionamento del Fondo, con cui di fatto la Commissione ha ignorato la disposizione del regolamento¹⁰⁶ che subordinava la possibilità di una decisione riguardo l'estensione del FEIS ai risultati di una valutazione indipendente. A settembre 2016, infatti, era stata pubblicata solo la valutazione da parte della Commissione europea come allegato alla proposta di estensione: le altre due valutazioni previste (della BEI e di *Ernst & Young*) sono state pubblicate rispettivamente a settembre e a novembre 2016.

Infatti, in entrambe le valutazioni, pubblicate successivamente alla proposta di estensione, è possibile riscontrare molti punti critici e carenze nell'attuazione del Piano Juncker, in particolare dal punto di vista qualitativo, che riflettono in parte la realizzazione dei possibili limiti di implementazione emersi successivamente alla sua proposta (paragrafo 2.2). Per poter comprendere se il Piano Juncker abbia risposto o meno in modo efficiente alle difficoltà e alle debolezze presentate negli anni successivi alla crisi in Europa, non è sufficiente analizzare il raggiungimento degli obiettivi prescritti dal Piano in termini qualitativi: l'efficacia e la l'efficienza della risposta rappresentata dall'attuazione dell'*Investment Plan* dipende infatti dalle modalità con cui questo viene attuato da un punto di vista qualitativo. In questo senso, le valutazioni effettuate dalla BEI e dalla società internazionale di revisione contabile *Ernst & Young* (EY) forniscono certamente uno strumento più completo per poter valutare gli elementi qualitativi del Piano.

La valutazione della BEI, prevista dall'articolo 18 del Regolamento, è stata condotta dall'*Evaluation Division* (EV) e valuta il funzionamento del FEIS identificandone gli aspetti che potrebbero migliorare nella sua futura implementazione. La valutazione di EY, o *valutazione indipendente*, (effettuata sulla base di un contratto firmato con la Commissione il 21 settembre 2016) mira a valutare la rilevanza, l'effettività e l'efficienza del FEIS e del polo di consulenza, della coerenza, dell'addizionalità e del valore aggiunto dell'intervento del Fondo e della complementarità del Polo, ma anche l'utilizzo della garanzia dell'UE in termini di rilevanza, efficienza ed efficacia. Entrambe previste dal Regolamento (EU) 2015/1017, le valutazioni effettuate dalla BEI e da EY coprono il periodo di attività del FEIS fino al 30 giugno 2018 evidenziando limiti e carenze nelle modalità di attuazione del Piano, soprattutto dal punto di vista qualitativo, aggiungendosi alla

¹⁰⁶ EUROPEAN COURT OF AUDITORS (2016), II.8: “*Benchè mantenga l'obbligo della valutazione indipendente sancito all'articolo 18, paragrafo 6, la Commissione propone di sopprimere la disposizione in base alla quale il proseguimento, la modifica o la cessazione futura del FEIS devono essere basati sui risultati di tale valutazione indipendente*”.

valutazione della Commissione europea sull'utilizzo della garanzia del FEIS di settembre 2016, fornendo un quadro più completo sull'impatto del Fondo¹⁰⁷.

Le principali carenze evidenziate nella prima fase di attuazione del FEIS sono state individuate in particolare in tre aree: 1) distribuzione e diversificazione dei progetti; 2) qualità dei progetti; 3) *governance*. Per quanto concerne la prima area, nonostante le operazioni del FEIS abbiano raggiunto un'ampia copertura in termini geografici e settoriali, il sostegno del Fondo non appare distribuito in modo uniforme. Il sostegno del Fondo aveva raggiunto quasi tutti gli stati membri (a giugno 2016 la copertura del Fondo raggiungeva 26 stati membri¹⁰⁸), ma in modo eterogeneo: secondo i dati della valutazione indipendente, in termini di operazioni firmate che coinvolgono i singoli paesi, l'UE-15 ha ricevuto il 91% del sostegno totale del FEIS, mentre l'UE-13 solo il 9%¹⁰⁹. Nel primo anno di attività del Fondo, il suo sostegno si è concentrato geograficamente in tre paesi (Italia, Regno Unito e Francia), con operazioni corrispondenti a 4,9 miliardi di euro (il 46,8% del finanziamento totale), come si osserva analizzando la figura accanto (figura 17)¹¹⁰.

Figura 17 - Geographical Spread Under EFSI

Currency: € million	EFSI	Mobilised	EFSI %
Italy	2,055	10,839	19.4
United Kingdom	1,858	12,878	17.6
France	1,032	5,454	9.8
Top 3	4,945	29,171	46.8
Germany	825	6,354	7.8
Spain	687	6,081	6.5
Top 5	6,457	41,606	61.1
Top 10	7,808	46,211	73.8
Other	929	6,042	8.8
Multi-country	1,837	14,331	17.4
Total Member States	10,574	66,584	100.0
KPIs			
Countries not covered	2		
Countries covered	26		

Questi dati appaiono più problematici analizzando la distribuzione geografica delle operazioni nell'ambito delle due finestre del Fondo: nell'ambito della finestra Innovazione e infrastrutture, tre stati membri (Regno Unito, Italia e Spagna) hanno registrato circa il 63,4% del totale delle operazioni, superando il limite di concentrazione geografica del 45% indicato dagli orientamenti del

¹⁰⁷ Le valutazioni della BEI e di EY sono previste dall'articolo 18 del Regolamento (EU) 2015/1017, rispettivamente paragrafo 1 e paragrafo 6. Per un approfondimento dei risultati si consiglia di consultare rispettivamente gli indirizzi http://www.eib.org/attachments/ev/ev_evaluation_efsi_en.pdf, per la valutazione effettuata dalla BEI; https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/ey-report-on-efsi_en.pdf per la valutazione effettuata da EY.

¹⁰⁸ Successivamente la copertura geografica si è estesa a tutti i 28 stati membri, con transazioni FEIS rivolte alle PMI e mid-caps anche per Malta e Cipro (rispettivamente a settembre e dicembre 2016).

¹⁰⁹ Per UE-15 si intende il gruppo di paesi comprendente Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Portogallo, Spagna, Svezia e Regno Unito; per UE-13 il gruppo composto da Bulgaria, Croazia, Cipro, Repubblica Ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Romania, Slovacchia e Slovenia.

¹¹⁰ Fonte: ERNST & YOUNG (2016), p. 23.

FEIS¹¹¹; per quanto riguarda la finestra dedicata alle PMI e alle mid-cap, Italia, Francia e Germania hanno ottenuto il 36,1% del sostegno totale del FEIS. (Figura 18)¹¹²

Figura 18 - Geographical spread, EFSI support under IIW and SMEW

Currency: € million			Currency: € million		
	IIW	IIW %		SMEW	SMEW %
United Kingdom	1,369	29.0	Italy	903	15.4
Italy	1,153	24.4	France	623	10.7
Spain	470	9.9	Germany	586	10.0
Top 3	2,992	63.4	Top 3	2,112	36.1
Slovakia	427	9.0	United Kingdom	488	8.3
France	409	8.7	Spain	217	3.7
Top 5	3,827	81.0	Top 5	2,817	48.1
Other	895	19.0	Other	1,197	20.5
Total Member States	4,722	100.0	Multi-country (SMEW)	1,837	31.4
KPIs			Total member states	5,852	100.0
Countries not covered	12		KPIs		
Countries covered	16		Countries not covered	3	
			Countries covered	25	

Criticità si riscontrano anche in termini di allocazione settoriale. Al 30 giugno 2016 i finanziamenti in ambito FEIS avevano coperto tutti i settori indicati dal Regolamento FEIS¹¹³, con operazioni principalmente nel settore energetico e nel settore di ricerca, sviluppo e innovazione. Tuttavia, alcuni settori sono stati sotto-rappresentati: in particolare, analizzando nuovamente la Figura 2 (§3.1) si osserva che solo il 4% dei finanziamenti approvati dal FEIS è stato destinato ai settori delle infrastrutture sociali, della sanità e dell'istruzione; il fondo dei trasporti aveva beneficiato solo del 13% degli investimenti messi a disposizione dal settore infrastrutture e innovazione (quando questo settore ha versato il contributo maggiore al fondo pari a 2,2 miliardi di euro degli 8 miliardi del fondo di garanzia). Inoltre, con uno sguardo alle due finestre si osserva un'eccessiva concentrazione settoriale nell'ambito energetico nella finestra infrastrutture e innovazione (le operazioni registrate in questo settore corrispondono al 46% del totale delle operazioni EFSI nella

¹¹¹ Se il regolamento del FEIS prevede solo che “*excessive sectoral and geographical concentrati is avoided*” (Allegato II, Sezione 8), lo *Steering board* della BEI a settembre 2016 ha pubblicato l’*“EFSI’s Strategic Orientation”*, un regolamento che indica gli orientamenti generali per la corretta attuazione del FEIS ed in particolare sottolinea la necessità di evitare l’eccessiva concentrazione geografica, stabilendo un limite di concentrazione geografica del 45% ogni tre stati membri per le operazioni relative alla finestra Infrastrutture e innovazione; invece, per le operazioni relative alla finestra dedicata alle PMI e alle mid-caps, raccomanda una soddisfacente diversificazione geografica, senza definire alcun limite. EIB, *Document 30-2016 Final*, p.7.

http://www.eib.org/attachments/strategies/efsi_steering_board_efsi_strategic_orientation_en.pdf

¹¹² ERNST & YOUNG (2016), p. 23.

¹¹³ Nel regolamento 2015/1017 l’articolo 9 paragrafo 2 indica i settori e le aree eleggibili per le operazioni FEIS: a) ricerca, sviluppo e innovazione (RDI); b) sviluppo del settore energetico, conformemente alle priorità dell’*Energy Union*; c) sviluppo delle infrastrutture, di attrezzature e tecnologie di trasporto innovative; d) sostegno finanziario mediante il FEI e la BEI a PMI e mid-cap; e) sviluppo e diffusione delle tecnologie dell’informazione e della comunicazione; f) ambiente ed efficienza delle risorse; g) capitale umano, cultura e salute.

finestra IIW, ovvero il 16% superiore al limite fissato dagli orientamenti strategici)¹¹⁴, e nel settore ricerca, sviluppo e innovazione per le operazioni dedicate al finanziamento delle PMI e delle mid-caps (69% del totale delle operazioni della finestra SMEW) (Figura 19)¹¹⁵.

Figura 19 - Sector Spread under EFSI - IIW and SMEW

Currency: € million	IIW	Mob.	IIW %
Energy	2,191	13,011	46.4
Transport	921	2,305	19.5
RD&I	643	2,959	13.6
ICT	563	1,709	11.9
Human capital, culture and health	225	1,134	4.8
Environment and resource efficiency	92	530	2.0
Entities < 3.000 employees	89	737	1.9
Total sectors	4,722	22,385	100,0
KPIs			
Sectors not covered	-	-	
Sectors covered	7	7	

Currency: € million	SMEW	Mob.	SMEW %
RD&I	4,069	20,321	69.5
ICT	1,194	9,365	20.4
Human capital, culture and health	312	1,912	5.3
Entities < 3.000 employees	277	12,601	4.7
Total sectors	5,852	44,199	100.0
KPIs			
Sectors not covered	3	3	
Sectors covered	4	4	

In generale, l'eccessiva concentrazione settoriale può non costituire un problema estremamente significativo ai fini del raggiungimento degli obiettivi della BEI: infatti, le cause di un'allocazione non diversificata potrebbero essere molteplici, come la mancanza di conoscenze tecniche di determinati settori per l'accesso ai finanziamenti; la minore tendenza all'innovazione di alcune aree che non consente il rispetto dei requisiti richiesti; buone opportunità di investimento presenti in determinati settori già prima dell'istituzione del FEIS. Al contrario, l'eccessiva concentrazione geografica degli investimenti costituisce un limite più evidente ai fini del raggiungimento degli obiettivi del Piano. Come riscontrato dalla valutazione indipendente, “*while sector coverage is generally not seen as an issue by the stakeholders consulted, there is a serious concern on the geographical spread*”¹¹⁶. Come sottolineato dalla valutazione della BEI, i dati relativi alla distribuzione geografica mostrano che i paesi meno raggiunti dal sostegno del FEIS sono le “*less-developed regions*” del Centro e dell'Est Europa¹¹⁷, e certamente ciò non è in linea con l'obiettivo finale di incrementare gli investimenti in tutta l'Europa, senza creare eterogeneità tra stati membri o aree. La distribuzione geografica riflette le differenze di dimensione tra le economie europee: le

¹¹⁴ L'orientamento strategico del FEIS dello *Steering Board* della BEI fissa un limite di concentrazione del 30% per le operazioni in un singolo settore nella finestra innovazione e infrastrutture; in riferimento alla finestra dedicata alle PMI e alle mid-cap viene suggerito di evitare concentrazione settoriale, senza porre alcun limite indicativo poiché esistono unicamente operazioni intermedie in questa finestra e inoltre il FEI non può esercitare lo stesso grado di controllo nella diversificazione settoriale quanto la BEI nella IIW. EIB, *Document 30-2016 Final*, p.10.

¹¹⁵ ERNST & YOUNG (2016), pp. 25-26.

¹¹⁶ *Ibidem*, p.5.

¹¹⁷ EIB (2016), p.7.

condizioni per il finanziamento dei progetti tra stati membri, come le strutture del mercato finanziario e l'esperienza nel finanziamento dei progetti della BEI, certamente influiscono nel numero di progetti finanziati in ogni stato. Tuttavia, un altro fattore che contribuisce a creare eterogeneità a livello geografico delle operazioni FEIS è rappresentato dal ruolo delle banche di promozione nazionali. Come temuto all'annuncio del Piano, i paesi con *NPBs* consolidate sono apparsi avvantaggiati ricevendo un volume superiore di finanziamenti rispetto a queglii stati membri con *NPBs* più deboli o assenti. Infatti, le banche di promozione nazionale sono spesso state coinvolte nell'identificazione e nella preparazione dei progetti da sottoporre al supporto del FEIS: gli intermediari degli stati membri non hanno seguito il principio di valutazione della qualità dei progetti ma criteri di tipo nazionalistico, subordinando il cofinanziamento dei progetti alla presenza sul proprio territorio (in tal modo, l'italiana CdP ha finanziato solo progetti in Italia; la francese CdD solo progetti in Francia e così via). In questo modo non solo si approfondisce la discrepanza tra stati membri con *NPBs* forti o meno, ma si scalfisce anche il criterio della qualità dei progetti.

Un altro elemento che potrebbe indebolire la qualità dell'implementazione del Piano e gli obiettivi finali è rappresentato dalla grave difficoltà individuata nella creazione delle piattaforme di investimento nella prima fase di operatività del FEIS: ciò ha comportato un limitato contributo nella diversificazione del portafoglio del Fondo dal punto di vista geografico, anche a favore dei mercati minori e meno sviluppati e/o degli stati membri con un'esperienza limitata o nulla in materia di *NPBs*, e inoltre non ha contribuito al sostegno dei progetti su piccola scala, che, come sottolineato da EY, hanno spesso incontrato difficoltà di accesso ai finanziamenti di cui necessitano. Infatti, i piccoli progetti sono spesso stati disusati dal presentare domanda di finanziamento al FEIS, o sono stati considerati inammissibili al finanziamento, a causa delle loro dimensioni, nonostante i piccoli progetti possano avere un grande impatto su scala nazionale e regionale. In questo senso, è stata individuata la necessità di rafforzare il ruolo del Polo di consulenza, per fare in modo di migliorare la distribuzione degli investimenti in termini geografici, settoriali e consentire l'accesso anche ai progetti su piccola scala.

In ambito di qualità dei progetti, la valutazione indipendente di EY ha rilevato inoltre che non tutti i progetti finanziati dal FEIS fino al 30 giugno 2016 hanno risposto concretamente al criterio richiesto dell'addizionalità, e che quindi avrebbero potuto essere finanziati anche senza il ricorso alla garanzia dell'Unione europea: *“respondents to surveys and interviews, especially those from NPBs, indicate that some of the finance projects could have been financed without EFSI support,*

meaning that these investments could be interpreted as not being fully additional".¹¹⁸ Nel Regolamento FEIS, l'addizionalità viene collegata in modo diretto al rischio delle attività: infatti, il finanziamento FEIS si considera coerente al criterio di addizionalità non solo nel momento in cui risponde ai fallimenti di mercato o a situazioni sub-ottimali degli investimenti e non potrebbe essere stato realizzato in assenza del Fondo, ma anche se si classifica come "*special activity*". L'articolo 5 del Regolamento afferma che i progetti sostenuti dal Fondo forniscono addizionalità se presentano un rischio corrispondente a quello delle attività speciali della BEI (definite all'articolo 16 dello Statuto della BEI), ovvero ad alto rischio; sono quindi direttamente eleggibili, senza necessità di dimostrare (come previsto invece per le c.d. "*non-special activities*") di rispondere a fallimenti di mercato o a situazioni non ottimali degli investimenti, e all'impossibilità di essere realizzate in assenza del contributo del FEIS. Questo collegamento diretto tra addizionalità e attività rischiose della BEI rappresenta un limite nella selezione dei progetti: infatti, equiparare le operazioni speciali del Fondo alle *special activities* della BEI rischia di incentivare l'utilizzo di strutture di finanziamento immotivatamente complesse o di attribuire un profilo di rischio che non corrisponde al reale rischio dell'operazione. Per il superamento di questo ostacolo, entrambe le valutazioni (BEI e EY) hanno suggerito la creazione di maggiore chiarificazione sulla definizione di addizionalità, in particolare in riferimento all'articolo 5(1) del Regolamento, al fine di garantire un'effettiva addizionalità e quindi garantire che le inefficienze del mercato e le situazioni non ottimali siano affrontate integralmente.

Alcune criticità sono emerse anche in termini di *governance*. In particolare, la valutazione condotta dalla BEI ha sottolineato tre elementi di fragilità: a) la necessità di rafforzare la trasparenza, in particolare modo per favorire la qualità del processo di selezione dei progetti, anche in riferimento al criterio di addizionalità; b) la necessità di rafforzare la comunicazione e l'indipendenza all'interno della struttura di *governance* del FEIS; c) l'esigenza di velocizzare il processo di approvazione-firma degli investimenti.

In riferimento alla trasparenza, un elemento di criticità significativo è stato riscontrato nella pubblicazione delle decisioni dell'*Investment Committee*: le decisioni infatti contengono solo una descrizione sommaria delle operazioni approvate, non rendendo alcuna informazione aggiuntiva riguardo ai criteri con cui vengono selezionati i progetti e le motivazioni per cui viene concessa la garanzia dell'Unione, come anche l'addizionalità. Infatti, a un anno dall'attivazione del FEIS, non erano ancora stati pubblicati i quadri di valutazione delle operazioni approvate, creando una criticità in termini di trasparenza e di rispetto dell'obbligo di rendiconto. L'analisi indipendente ha inoltre

¹¹⁸ ERNST & YOUNG (2016), p.10.

evidenziato la necessità di rafforzare l'efficienza della comunicazione del FEIS sia tra gli organi del Fondo, sia tra gli organi del Fondo e la BEI, per consentire una migliore cooperazione e un miglioramento a livello di processi di *governance*¹¹⁹. Inoltre, viene evidenziato il rischio di possibili conflitti di interesse nello *Steering Board*: la valutazione della BEI ha quindi suggerito di estendere le procedure per la gestione dei conflitti di interesse anche a questo organo, come avviene per gli altri organi del FEIS. Infine, un altro elemento di criticità è stato individuato in termini procedurali, in quanto, come sottolineato dalla valutazione effettuata dalla BEI, nel primo anno di implementazione si è osservata una velocità in termini di approvazione, non coerente con i tempi riscontrati per le firme dei progetti e il versamento dei finanziamenti.

Nonostante la Commissione europea abbia accolto con positività le valutazioni della BEI e di EY, considerandole in linea con la valutazione della Commissione e come argomentazione a favore dell'estensione del FEIS, entrambe le valutazioni hanno identificato molte aree di miglioramento e suggerimenti per consentire il raggiungimento degli obiettivi, poiché i risultati in termini quantitativi sono apparsi positivi ma in termini qualitativi presentavano ostacoli per una efficiente ed efficace implementazione del Piano in termini complessivi. Entrambe le valutazioni hanno fornito una base per l'evoluzione del dibattito sulla proposta legislativa sull'estensione del FEIS, iniziato il 9 gennaio 2017 con i primo *exchange of views* a livello parlamentare. Infatti, durante le negoziazioni a tre sul testo del regolamento del cd. FEIS 2.0, sono stati introdotti alcuni emendamenti volti al superamento dei limiti evidenziati durante il primo anno di attività. Il 13 settembre 2017, a un anno dalla proposta del Presidente Juncker durante il suo discorso sullo *State of the Union*, è stato raggiunto un accordo di principio dal Parlamento europeo e dagli stati membri; il testo concordato è stato poi approvato dal Parlamento e dal Consiglio il 12 dicembre 2017, ed è entrato in vigore il 30 dicembre 2017.

Il Regolamento (UE) 2017/2396¹²⁰ prolunga l'attività del Fondo sia per durata sia per capacità finanziaria, estendendo il suo funzionamento dal 31 luglio 2018 al 31 dicembre 2020 e aumentandone l'obiettivo di investimento ad almeno 500 miliardi di euro, circa due terzi

¹¹⁹ In particolare vengono individuati alcuni punti critici specifici in termini di comunicazione all'interno del Fondo e tra Fondo e BEI: *"EIB operational staff do not receive feedback from IC discussions. This information could improve future project preparation. In addition, the IC doesn't know afterwards if the EIB Board has approved the project. This also could be productive information. Moreover, interviews conducted by the EIB point out that the Commission and the Steering Board should communicate directly with EIB services. Discussions on the day-to-day implementation of EFSI should involve the Managing Director and the EFSI Secretariat"*. *Op. cit.*, EY, 2016, p. 36.

¹²⁰ COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, EUROPEAN PARLIAMENT (2017)

dell'obiettivo inizialmente previsto di 315 miliardi di investimenti complessivi mobilitati. Le negoziazioni che hanno condotto alla sua approvazione, hanno contribuito al rafforzamento di alcuni elementi della proposta originaria di settembre 2016, sia in termini quantitativi che qualitativi. Il raggiungimento della nuova cifra obiettivo viene consentito attraverso l'effetto moltiplicatore (1:15) sul FEIS, incrementato da 21 a 33,5 miliardi di euro, per mezzo di: a) un aumento della garanzia dell'Unione europea da 16 a 26 miliardi, e b) un aumento del capitale della BEI da 5 a 7,5 miliardi. Per il rafforzamento della garanzia del Fondo, vengono ricalibrati alcuni degli strumenti già esistenti, cui si aggiunge un uso limitato dei margini non assegnati del bilancio dell'Unione: la proposta della Commissione prevedeva originariamente un utilizzo di 150 milioni di euro provenienti dai margini di bilancio e 500 milioni dalla dotazione del Meccanismo per collegare l'Europa (CEF) destinata agli strumenti di debito (di cui 155 milioni dalla dotazione per i trasporti e 345 dalla dotazione per l'energia). Il Parlamento e il Consiglio hanno convenuto di ridurre il volume del contributo proveniente dalla riallocazione del CEF da 500 a 275 milioni di euro; i restanti 225 vengono infatti composti da 125 strumenti di debito CEF, 25 milioni in riutilizzo da strumenti *equity* (come il Marguerite Fund) e 75 milioni da entrate assegnate (*assigned revenues*) tra il 2019 e il 2022¹²¹.

Il FEIS 2.0 prevede, oltre all'estensione temporale e del volume di investimenti, modifiche volte al rafforzamento della qualità degli investimenti, che costituisce l'elemento cruciale per ottenere un impatto efficace nel lungo periodo del Piano. In particolare, il FEIS 2.0 si pone come obiettivo quello di affrontare le questioni principali dell'equilibrio geografico, dell'addizionalità e della trasparenza, apportando alcuni miglioramenti rispetto al primo anno di attuazione del FEIS, introducendo nuove misure volte al superamento degli elementi di criticità sottolineati dalla valutazione della BEI pubblicata a ottobre, dalla valutazione indipendente e dal Parere della Corte dei Conti di novembre 2016¹²². In particolare, il Regolamento del FEIS 2.0 ha introdotto nuovi elementi e priorità che mirano: a) all'allargamento della copertura geografica e settoriale del FEIS,

¹²¹ Un elemento rilevante è costituito dall'assenza di una ricollocazione delle risorse finanziarie di Horizon 2020; infatti, in seguito all'aggiornamento del piano di lavoro 2016-2017 del programma *Horizon 2020* dedicato a ricerca e sviluppo, la Commissione europea ha previsto lo stanziamento di 51,6 milioni di euro aggiuntivi a favore dello Strumento PMI (*SME Instrument*) del programma, che avrà quindi a disposizione un budget complessivo aumentato a 500 milioni.

¹²² Il Vice-Presidente Jyrki Katainen, Commissario per Lavoro, crescita, investimenti e competitività, in occasione della presentazione dell'adozione definitiva del nuovo Regolamento del FEIS 2.0 il 12 dicembre 2017, ha affermato che: «*The Investment Plan has brought real benefits to companies across Europe. And we want to do more. We listened to the feedback we received on how the European Fund for Strategic Investments works and we have made some improvements.*», sottolineando la correlazione tra i limiti evidenziati nella prima fase di operatività e i nuovi elementi che accompagnano l'estensione del FEIS.

aumentandone la diffusione nelle regioni e nei settori meno sviluppati; b) alla maggiore concentrazione sul finanziamento delle piccole imprese. c) al rafforzamento del concetto di addizionalità dei progetti sostenuti dal FEIS; d) al miglioramento delle decisioni di investimento e delle procedure di governance.

In riferimento al rafforzamento della copertura geografica, specialmente in riferimento agli stati membri che nella prima fase avevano avuto un minore sostegno da parte del FEIS, il Regolamento del FEIS 2.0 prevede un maggiore sostegno tecnico a livello locale con un ruolo di spicco del Polo di consulenza sugli investimenti che fornirà assistenza mirata collaborando con le banche di promozione nazionali, sostenendo dove necessario la BEI nelle attività sul terreno volte a generare nuovi progetti.

Per quanto riguarda le problematiche relative all'equilibrio settoriale, il Regolamento del FEIS 2.0 estende l'ambito di applicazione ad altri settori come l'agricoltura e le industrie nelle regioni meno sviluppate e nelle regioni in transizione, anche ampliando il potenziamento dell'assistenza tecnica per i progetti in altri settori, specie quelli che contribuiscono all'azione per il clima in linea con gli obiettivi della COP 21 e quelli che implicano investimenti in infrastrutture transfrontaliere. In particolare, amplia la proporzione dei progetti sostenibili a favore del clima e coinvolgimento di nuovi settori come l'agricoltura sostenibile, la silvicoltura, la pesca e l'acquacoltura; inoltre, in riferimento agli investimenti sostenibili, ne viene ribadita la crucialità proponendo che almeno il 40% dei progetti sostenuti dal FEIS nel quadro della finestra IIW contribuisca all'azione per il clima in linea con gli obiettivi della COP21, con il sostegno da parte del Polo di consulenza¹²³. Sia per il superamento del limite geografico che per quello settoriale, è stata ribadita l'importanza della collaborazione con altri partner internazionali, come BERS e *World Bank*, per estendersi ad aree di consulenza al momento non servite dalla BEI. In questo senso un fattore determinante è anche considerata la possibilità di combinare il FEIS con altre fonti di finanziamento dell'UE, come i fondi SIE (a settembre è stata infatti adottata una proposta di semplificazione del regolamento sulle disposizioni comuni).

Inoltre, è stata sottolineata la necessità di una maggiore attenzione ai progetti delle PMI, aumentandone la proporzione della garanzia dal 26% al 40% e attraverso l'istituzione di piattaforme di investimento per raggruppare i progetti di piccole dimensioni per tema o regione favorendo così l'attrazione degli investitori. In questo senso, è stata pubblicata a settembre 2017 una guida su come stabilire una piattaforma di investimento¹²⁴ e il Regolamento FEIS 2.0 potenzia il ruolo delle

¹²³ COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, EUROPEAN PARLIAMENT (2017), articolo 9.

¹²⁴ Consultabile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/commission/publications/how-set-efsi-investment-platform_en

piattaforme d'investimento offrendo maggiori possibilità di riunire i progetti e consentendo di sfruttare il modello della delega piena per queste piattaforme e per le NPBs in caso di sottoprogetti con un contributo FEIS inferiore a 3 milioni di euro.

In aggiunta, il nuovo Regolamento ha risposto alla criticità della possibile carenza di addizionalità nella selezione dei progetti affermando che il FEIS 2.0 si impegna non solo a prorogare il periodo di investimento e la capacità finanziaria del Fondo, ma anche ad aumentarne l'importanza. Viene quindi modificato (mediante sostituzione) l'articolo 5(1) del Regolamento del FEIS, dando una nuova, rafforzata ed esaustiva definizione di addizionalità, sottolineando inoltre l'importanza, durante la sua valutazione da parte dell'*Investment Committee* durante la selezione dei progetti, del calcolo dei "rischi che pregiudicano gli investimenti, ossia i rischi specifici per paese, settore o regione e i rischi associati all'innovazione, in particolare nelle tecnologie non testate che rafforzano la crescita, la sostenibilità e la produttività"¹²⁵. Il Regolamento del FEIS 2.0 prevede che lo stato di "*special activities*" fornisce un'indicazione forte ma non più un collegamento diretto con l'addizionalità.

In riferimento alla problematica della qualità degli investimenti, misure di rafforzamento sono state previste anche in termini di procedure di decisione per favorire maggiore trasparenza e una migliore struttura di governance. Al fine di migliorare la trasparenza delle operazioni del FEIS nelle decisioni assunte, che sono rese pubbliche e accessibili, il Comitato per gli investimenti ha ora l'obbligo di illustrare i motivi per cui ritiene opportuno concedere la garanzia dell'UE a una data operazione, soffermandosi in particolare sul rispetto del criterio dell'addizionalità. Non appena sia sottoscritta un'operazione coperta dalla garanzia dell'Unione, dovrebbe essere reso pubblico il quadro di valutazione degli indicatori; inoltre, è prevista la trasmissione da parte della BEI al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione dell'elenco di tutte le decisioni dell'*Investment Committee* e i quadri di valutazione due volte l'anno¹²⁶. Inoltre, in risposta alla criticità emersa dalla valutazione BEI relativa ai conflitti di interesse, viene specificato che ogni membro dell'*Investment Committee* è invitato a comunicare agli altri organi del FEIS tutte le informazioni necessarie per la verifica costante dell'assenza di conflitti di interesse.

¹²⁵ COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, EUROPEAN PARLIAMENT (2017), p.3.

¹²⁶ *Ibidem*, modifica dell'articolo 7 paragrafo 12, comma 2 e 3.

3.3 I RISULTATI COMPLESSIVI DEL PIANO JUNCKER FINO A OGGI

L'estensione del FEIS ha consentito di manifestare il suo impatto sia in termini quantitativi anche dopo il luglio 2018, attraverso l'ampliamento della sua capacità in termini di volume, sia in termini qualitativi, con il rafforzamento di alcuni elementi di fragilità riscontrati nella sua prima fase. Nonostante non sia possibile valutare l'impatto complessivo del Piano Juncker poiché le misure richiedono un lungo tempo di implementazione, è possibile valutarne l'impatto fino a oggi: a) in termini quantitativi; b) in termini qualitativi; c) in relazione ai risultati macroeconomici che è stato possibile ottenere grazie al Piano fino a oggi. In riferimento al primo ambito, se i risultati raggiunti in termini quantitativi nella prima fase di operatività hanno condotto ad una estensione del FEIS in termini di durata e di volume di investimenti, i risultati raggiunti nel secondo periodo fino a oggi hanno dimostrato le sue potenzialità, giustificandone la scelta del suo prolungamento. A giugno 2018 due valutazioni condotte rispettivamente dalla ICF e dalla BEI¹²⁷, sulla base dell'articolo 18 paragrafo 2 del Regolamento FEIS, hanno confermato l'andamento positivo del Fondo anche nella seconda fase di operatività¹²⁸. Entrambe, attraverso l'analisi dei risultati fino alla fine di dicembre 2017, hanno dimostrato l'adeguatezza della garanzia dell'Unione europea e del FEIS come strumenti per raggiungere i risultati attesi, in linea con le aspettative e gli obiettivi prefissati dal Piano Juncker

La garanzia dell'Unione europea, la cui dimensione è stata considerata appropriata, si è dimostrata uno strumento estremamente significativo ed efficiente nel permettere alla BEI di intraprendere attività più rischiose e nel consentire il dispiegamento di risorse aggiuntive. Secondo la valutazione IFC, le operazioni del FEIS si sono dimostrate chiaramente caratterizzate da un maggiore livello di rischio rispetto alle operazioni standard intraprese dalla BEI: vi è stato un aumento di cinque volte superiore negli investimenti per quanto riguarda il finanziamento delle *special activities* in ambito

¹²⁷ La valutazione effettuata da ICF (effettuata sulla base di un DG ECFIN *framework contract* (ECFIN-001-2017)) è consultabile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/efsi_evaluation_-_final_report.pdf; la valutazione della BEI all'indirizzo: http://www.eib.org/attachments/ev/ev_report_evaluation_of_efsi_en.pdf.

¹²⁸ Entrambe le valutazioni risultano dall'analisi dei dati disponibili fino al 31 dicembre 2017, e tengono in conto dei cambiamenti introdotti dal Regolamento FEIS 2.0: "*the evaluation is completed in a context where the extension of EFSI has already taken place. Though this extension is out of scope, changes introduced by the amended EFSI Regulation (2017/2396) are taken into account to ensure that the evaluation's findings remain relevant for the continued implementation of EFSI*"; "*the evaluation notes that useful improvements were already introduced in the context of the amended EFSI Regulation*". EUROPEAN COMMISSION (2018c), pp. 1 e 9.

del FEIS rispetto a quello della BEI, e il sostegno del FEIS ha consentito alla BEI di quadruplicare le proprie operazioni di finanziamento con un profilo di rischio più elevato rispetto al 2014.

Inoltre, la valutazione indipendente ha concluso che la garanzia consente di richiedere meno risorse di bilancio rispetto ai programmi europei che concedono sovvenzioni. Sottolinea che il sostegno della BEI si è rivelato fondamentale per facilitare l'attrazione dei finanziamenti, in quanto fornisce un "marchio di qualità" nei confronti del mercato. Entrambe le valutazioni hanno confermato anche l'efficacia del FEIS nel fornire risultati concreti e tangibili in qualità di strumento volto ad aumentare il basso livello di investimenti in Europa attraverso l'accesso al finanziamento e alla mobilitazione del capitale privato.

Come si osserva nella tabella accanto (figura 20)¹²⁹, gli investimenti mobilizzati fino al 31 dicembre 2017, hanno dato conferma degli ottimi risultati raggiunti in termini quantitativi, segnando 207,3 miliardi di investimenti mobilizzati firmati e 256,3 approvati, corrispondenti rispettivamente al 66 e all'81 per cento del target originario.

Figura 20 - EFSI performance compared to initial expectations

		Expectations at the launch of EFSI initiative	As of 31 Dec 2017
Investment mobilised target	Signed	EUR 315 billion*	EUR 207.3 billion
	Approved		EUR 256.3 billion
Investment multiplier		1:15	1:13½
Job creation³⁵		From 1 million to 1.3 ³⁶ million new jobs	<ul style="list-style-type: none"> 683,075 jobs expected to be created of which 114,593 permanent and 568,482 temporary jobs 3,603,541 jobs supported Rhomolo-EIB estimate: 690,000 new and induced jobs by 2020³⁷
Number of SMEs, small mid-caps and mid-caps supported under EFSI		n/a	549,500 expected to be supported of which 135,785 have already received financing

*Target date: mid-2018

Tale trend è stato confermato anche dai risultati ottenuti a maggio 2018 (Figura 21)¹³⁰: i risultati positivi in linea con l'andamento precedente (gli investimenti mobilizzati approvati corrispondevano ora al 91,2 per cento), hanno rafforzato ulteriormente la fiducia nel raggiungimento della cifra-obiettivo

Figura 21 - EFSI support - state of play per window

(in billion EUR)	31 December 2017		15 May 2018	
	Signed	Approved	Signed	Approved
EFSI IIW - financing	27.4	39.3	29.2	43.3
EFSI IIW - investment mobilised	131.4	166.7	137.9	186.2
EFSI SMEW - financing	10.0	12	12.4	14.2
EFSI SMEW - investment mobilised	75.9	89.5	86.7	101.2
Total EFSI financing	37.4	51.3	41.6	57.5
Total EFSI investment mobilised	207.3	256.3	224.6	287.4

originaria dei 315 miliardi di euro di investimenti mobilizzati entro metà del 2018, rafforzando contemporaneamente la fiducia anche nell'estensione in termini di durata e di volume del Fondo¹³¹.

¹²⁹ EUROPEAN COMMISSION (2018c), p. 23.

¹³⁰ *Ibidem*.

¹³¹ Secondo i dati forniti dalla BEI, al 15 maggio 2018 il FEIS aveva approvato 57,5 miliardi di finanziamenti, corrispondenti ad un totale di 287,4 miliardi di investimenti mobilizzati attraverso entrambe le finestre della BEI e corrispondenti al 91,2% rispetto al target dei 315 miliardi di euro.

La valutazione della BEI esplicita questa fiducia affermando che *“EFSI is expected to reach the target of mobilising EUR 315 billion of investment by July 2018 in terms of approvals, and by early 2019 in terms of signatures”*.

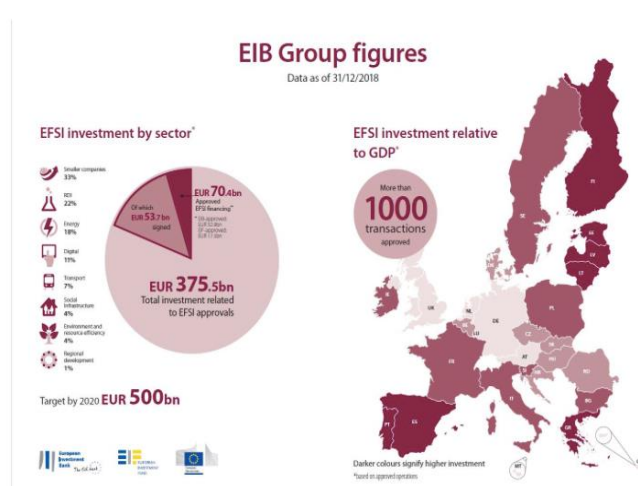
Le previsioni basate sull’andamento positivo riscontrato dai dati fino a maggio 2018 sono state confermate a luglio 2018 dal raggiungimento di una tappa estremamente rilevante che fornisce ulteriore evidenza rispetto all’efficacia e all’efficienza del FEIS in qualità di strumento in grado di mobilitare un grande volume di investimenti. Il 18 luglio 2018 la Commissione europea e la BEI hanno annunciato il raggiungimento e addirittura il superamento dell’obiettivo di mobilitare 315 miliardi di euro in investimenti supplementari nell’ambito del Piano Juncker. I dati forniti dalla Commissione europea e dalla BEI mostrano che a luglio 2018 grazie al FEIS sono state approvate 898 operazioni, che dovrebbero generare 335 miliardi di euro di investimenti nei 28 stati membri dell’Unione europea. La BEI aveva approvato a luglio 2018 finanziamenti per 65,5 miliardi di euro, superando quindi il volume indicativo originario di fondi da reperire (61 miliardi).

Oltre all’obiettivo di investimenti aggiuntivi mobilitati, le cifre presentate mostrano che il Piano Juncker ha conseguito anche obiettivi di miglioramento in termini di: i) occupazione, in quanto, secondo le stime del dipartimento di economia della BEI e il *Joint Research Centre* della Commissione (JRC), le operazioni del FEIS hanno contribuito a creare oltre 750 mila posti di lavoro; ii) mobilitazione delle risorse private, in quanto due terzi dei 335 miliardi di euro generati provengono da risorse private; iii) sostegno alle PMI, poiché grazie al FEIS, la BEI e il FEI hanno messo capitale di rischio a disposizione di 700 mila PMI. In questo senso, come affermato dal Vicepresidente della Commissione e commissario per l’occupazione, la crescita e gli investimenti e la competitività J. Katainen, con il raggiungimento di questa tappa fondamentale *“l’Unione europea ha dimostrato di essere all’avanguardia nell’utilizzo dei fondi privati per il bene pubblico”*, fornendo anche prova di fondatezza alla decisione di estensione del Fondo in termini temporali e di volume (Appare significativa in tal senso la pagina principale del sito BEI dedicata ai risultati ottenuti, che afferma *“why European legislators decided to extend EFSI to EUR 500 billion by 2020”*).

Ulteriore prova dell'andamento positivo in termini quantitativi viene fornita dagli ultimi risultati offerti dalla BEI (Figura 22)¹³², che corrispondono al primo semestre di operatività del FEIS 2.0 e confermano la validità della scelta di *policy* intrapresa dalle istituzioni europee a dicembre 2017. Al

31 dicembre 2018, sono state infatti approvate più di 1000 transazioni: la BEI e il FEI hanno approvato rispettivamente operazioni per 59,2 e 17,5 miliardi di euro, per un totale di 70,4 miliardi (di cui 53,7 miliardi firmati) che ci si aspetta mobiliteranno un totale di 375,5 miliardi di euro; ne beneficeranno circa 856 mila PMI. Anche l'obiettivo del Piano Juncker di far decollare i progetti e di fornire assistenza tecnica e consulenza in termini

Figura 22 - Juncker plan: results as 31 December 2018



di cifre sembra essere stato raggiunto: dal suo avvio a settembre 2015 a oggi¹³³, il Polo di consulenza ha gestito circa 860 richieste provenienti da promotori di progetti; inoltre, a dicembre 2018 sono stati pubblicati 450 progetti sul Portale dei progetti di investimento europei, che rappresentano reali opportunità per gli investitori.

Alla luce di questi risultati incoraggianti ed estremamente positivi in termini di cifre, è possibile quindi rilevare che il Piano abbia rappresentato un elemento significativo per gli investimenti negli stati membri dell'Unione europea anche in modo concreto.

In questo senso, l'Italia rappresenta un esempio emblematico: a dicembre 2018, il Piano Juncker ha reso disponibili operazioni per un valore di 9,4 miliardi di euro e 55,2 miliardi di investimenti attivati, attestandosi in questi due ambiti al secondo posto (solo dopo la Francia) rispetto agli altri stati membri¹³⁴. In particolare, per quanto riguarda la finestra infrastruttura e innovazione, sono stati approvati 80 progetti attraverso il finanziamento della BEI, corrispondenti a circa 6,9 miliardi di euro e quindi a 30,6 miliardi di investimenti aggiuntivi mobilitati attesi. In riferimento alla finestra dedicata alle PMI e alle mid-cap, sono stati approvati 70 accordi con intermediari o banche

¹³² https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/investment-plan-results_en

¹³³ Sempre secondo gli ultimi dati disponibili forniti dalla BEI (al 31 dicembre 2018).

¹³⁴ Ultimi dati disponibili forniti dalla BEI relativi all'Italia (*Investment Plan: Italy; Latest results from the Juncker Plan*), consultabili all'indirizzo: https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/investment-plan-results/investment-plan-italy_en

finanziati dal FEI, corrispondenti a 2,5 miliardi di euro, che si aspettano mobiliteranno 24,5 miliardi in investimenti di cui beneficeranno circa 215 mila PMI e mid-cap grazie al miglioramento dell'accesso alla finanza.

L'Italia ha mostrato un atteggiamento positivo successivamente al varo del Piano Juncker, riflesso dal ruolo essenziale svolto da Cassa depositi e prestiti (CdP), che ha assunto il ruolo di Istituto Nazionale di Promozione tramite la Legge di Stabilità 2016. CdP ha quindi messo a disposizione 8 miliardi di euro (il cui primo miliardo destinato alle PMI) per il co-finanziamento del Piano accanto alla BEI e al FEI¹³⁵. CdP, agendo prevalentemente quale intermediario e non in modo diretto (se non per grandi progetti) per implementare il prodotto per le piccole e medie aziende, ha permesso di fornire alle banche la possibilità di liberare un maggior ammontare di capitale, che ha contribuito a creare una propensione al prestito di maggiore entità, grazie al rischio minore permesso dal sistema di garanzie del FEIS¹³⁶. CdP, in Italia ha contribuito alla creazione di piattaforme di investimento quale modalità di collaborazione ottimale con la BEI, attestandosi al primo posto fra gli Istituti Nazionali di Promozione europei nella creazione del maggior numero di piattaforme. Il ruolo di Cassa depositi e prestiti si riflette nel sostegno alle PMI, con l'obiettivo di promuovere la crescita

¹³⁵ SOLE 24 ORE (2015)

¹³⁶ Questo risultato è stato reso possibile utilizzando la sinergia di gruppo anche attraverso Sace, la società per azioni del gruppo CdP, specializzata nel settore assicurativo-finanziario, che offre una gamma di strumenti per l'assicurazione del credito, la protezione degli investimenti, l'erogazione di cauzioni, garanzie finanziarie e *factoring*. CdP ha costruito un bando commerciale utilizzando la garanzia di questo ente che, in assenza del Piano Juncker, raggiungeva livelli di garanzia non particolarmente elevati. In virtù del sistema di garanzie creato e attraverso il meccanismo di leva, CdP fornisce percentuali di copertura superiori, fino all'80% sul singolo finanziamento. In questo modo, seppur non operando attraverso un finanziamento diretto alle imprese, permette alle banche di concedere maggiori finanziamenti: per far fronte alla richiesta di un prestito da parte dei promotori di progetti innovativi o di imprese, la banca non dovrà più coprire il totale del prestito con proprio rischio, ma solamente una parte minore (corrispondente ora al 20%). La garanzia cumulata di Sace e FEI, grazie al Piano Juncker, permette quindi all'intermediario finanziario di scaricare l'80% del rischio - tale garanzia scende al 50% se il finanziamento prevede l'utilizzo di azioni e/o partecipazioni azionarie. La possibilità di liberare capitale attraverso l'aumento della percentuale di garanzia (per mezzo di una copertura più ampia) o in maniera sintetica (per esempio attraverso strumenti di cartolarizzazione, che liberano capitale sui portafogli) permette di ottenere un volume maggiore di prestiti. Questa catena permette alle banche di liberare risorse e incoraggia la propensione e lo stimolo al finanziamento di investimenti.

delle PMI italiane tramite un più agevole accesso al mercato del credito¹³⁷, ma anche nel sostegno a progetti infrastrutturali¹³⁸.

L'implementazione del Piano Juncker in Italia, come negli altri paesi beneficiari europei, si è tradotta in progetti tangibili¹³⁹ in numerosi settori che consentono investimenti innovativi, al fine di ottenere un impatto concreto sulla vita dei cittadini. Sebbene l'impegno italiano si sia manifestato notevolmente, tuttavia il Piano Juncker non ha avuto un impatto decisivo sul livello degli investimenti¹⁴⁰, che continua a destare preoccupazioni. Il *gap* nel livello di investimenti in Italia, che ha subito un calo più accentuato rispetto alla maggior parte degli Stati membri, ha riguardato tutti i settori, nonostante si registrino cali significativi in alcuni settori come quello degli investimenti infrastrutturali, che ha subito un calo del 50% in 10 anni determinando un deficit infrastrutturale di 84 miliardi di euro¹⁴¹. Questo *gap* tarda ad essere colmato a causa di numerosi fattori, tra cui l'attuale debolezza della domanda, le difficoltà del settore bancario dovute ai crediti deteriorati e inefficienze della pubblica amministrazione. L'esempio italiano riflette certamente i risultati tangibili che il Piano Juncker ha permesso di ottenere negli stati membri dell'Unione Europea, e allo stesso tempo la necessità di continuare a rispondere adeguatamente a livello europeo al calo degli investimenti in Europa, che non risulta del tutto colmato in molti paesi.

Se le *policy* si valutassero solo in termini di obiettivi quantitativi raggiunti infatti, i dati emersi dall'implementazione dei primi anni del Piano permetterebbero di valutarlo complessivamente in

¹³⁷ Un esempio emblematico è rappresentato dalla Piattaforma di *risk sharing* per le PMI (*Thematic Investment Platform for Italian SMEs*), promossa da CdP e dal FEI, che si pone l'obiettivo di agevolare l'accesso al credito per le piccole e medie imprese italiane, consentendo una garanzia fino all'80% di nuovi portafogli di finanziamenti o garanzie alle PMI originati da istituzioni finanziarie.

¹³⁸ Vista l'importanza strategica dello sviluppo delle reti infrastrutturali transeuropee, CdP, insieme alla BEI, ha promosso la Piattaforma di investimento Grandi Infrastrutture (*EFSD Sectoral Platform Agreement concerning Large Infrastructure Projects*), che rientra nella finestra IIW del Piano Juncker. La Piattaforma Grandi Infrastrutture si focalizza principalmente sui grandi progetti di sviluppo nell'ambito di trasporti, della comunicazione, dell'energia e delle infrastrutture sociali, settori fondamentali per la crescita dei paesi dell'Unione.

¹³⁹ Alcuni esempi di finanziamento di progetti in Italia tramite sostegno del FEIS sono costituiti da: i) un piano di investimenti per la progettazione, la costruzione e il funzionamento della nuova Cittadella della Salute all'interno dell'ospedale di Treviso (70 milioni di euro messi a disposizione dalla BEI tramite FEIS), ii) la realizzazione in Italia di una nuova rete di accesso alla banda larga (500 milioni forniti a Telecom Italia); iii) finanziamenti per migliorare la rete idrica e investire in impianti di depurazione dell'acqua per aumentare la disponibilità e la qualità dell'acqua potabile distribuita alla popolazione locale (542 milioni di euro per il sostegno di Acquedotto pugliese).

¹⁴⁰ Un dato significativo in questo senso può essere riscontrato osservando la tabella 3: nonostante l'Italia risulti seconda in termini di volume di finanziamenti in termini assoluti, appare solamente decima in relazione alla percentuale di PIL.

¹⁴¹ Dichiarazione del Presidente dell'ANCE G.Buia, 18 luglio 2018.

termini estremamente positivi. Ma le iniziative di *policy* non possono essere valutate solo in base a questi dati, che, sebbene rispecchino il raggiungimento degli obiettivi in termini di cifre, non permettono di valutarne complessivamente i risultati ottenuti fino a oggi. Nonostante sia ancora presto per osservare l'impatto complessivo del Piano poiché le misure intraprese hanno effetti principalmente di medio-lungo termine, è possibile tirare complessivamente le somme, senza però tralasciare l'analisi dell'implementazione del Piano da un punto di vista quantitativo. Seppur il Regolamento 2017/2396 istitutivo del cosiddetto FEIS 2.0 abbia introdotto misure volte al rafforzamento di alcune carenze di implementazione dal punto di vista qualitativo, è possibile riscontrare ancora alcuni limiti significativi.

In questo senso, la relazione speciale fornita dalla Corte dei Conti pubblicata il 29 gennaio 2019, evidenzia le principali criticità riscontrate tutt'ora dal Piano¹⁴². Al fine di migliorare ulteriormente l'equilibrio geografico, il FEIS 2.0 ha promosso il rafforzamento di misure quali una cooperazione più intensa con le banche nazionali di promozione tramite l'istituzione di piattaforme d'investimento e modelli rafforzati di cooperazione, e un'apertura verso il territorio più mirata attraverso il Polo europeo di consulenza sugli investimenti. Nonostante la valutazione della BEI rilevi che a luglio 2018 le operazioni approvate fossero ben distribuite tra i due gruppi ideali di stati membri, in quanto “*Vulnerable Member States*’ and ‘*Cohesion Countries*’, which have the largest and most persistent cyclical investment gaps, made up over 80% of volumes signed under EFSI overall, normalised by the share of EU GDP”¹⁴³, il limite della carenza di diversificazione geografica non sembra a oggi del tutto superato. Infatti, la valutazione indipendente di giugno 2018 ha rilevato che, a fine dicembre 2017, l'82 % di tutti i finanziamenti FEIS firmati era diretto ai paesi UE-15, confermando la debolezza presente nella prima fase di operatività riscontrata dagli studi condotti alla fine del 2016 (BEI, Ernst&Young).

Questo dato è stato confermato anche dalla relazione speciale della Corte dei conti europea: in seguito all'analisi della distribuzione del portafoglio FEIS per settore e Stato membro, e del ruolo delle NPBs e delle piattaforme d'investimento nell'affrontare il tema della concentrazione geografica, ha concluso che i finanziamenti del FEIS sono andati, per la maggior parte, ai paesi dell'UE-15, in termini sia assoluti sia pro capite, suggerendo che, entro la fine del 2019, “la Commissione e la BEI dovrebbero, tramite il comitato direttivo del FEIS, valutare le cause profonde della distribuzione geografica rilevata e formulare raccomandazioni riguardo alle azioni da

¹⁴² EUROPEAN COURT OF AUDITORS (2019).

¹⁴³ Il gruppo dei “*Vulnerable Member States*” è costituito da Cyprus, Greece, Ireland, Italy, Portugal, Slovenia and Spain; il gruppo dei “*Cohesion Member States*” da Bulgaria, Croatia, the Czech Republic, Estonia, Hungary, Latvia, Lithuania, Malta, Poland, Romania and Slovakia. EIB (2018b), p. 32.

intraprendere nel rimanente periodo di attuazione del FEIS. Il comitato direttivo del FEIS dovrebbe valutare l'effetto delle misure adottate"¹⁴⁴. A oggi, gli ultimi dati disponibili forniti dalla BEI (31 dicembre 2018) confermano questa fragilità. Attraverso l'analisi della tabella (Tabella 2)¹⁴⁵, si osserva grande discrepanza in termini di volume e di finanziamenti approvati: sebbene la concentrazione risulti poco pronunciata se si considerano gli investimenti mobilitati in relazione al PIL (colonna a destra, *ranking 1-28*), l'analisi dei dati in termini assoluti mostra invece una forte concentrazione degli investimenti

Tabella 2 - Concentrazione geografica - UE13, UE15

negli stati membri con capacità istituzionali ben sviluppate e banche di promozione nazionali forti. Tale disomogeneità è riscontrabile tra paesi quali Francia, Italia, Spagna, Germania, Regno Unito, Polonia, che hanno ottenuto investimenti approvati per un totale di circa 42 miliardi, e i paesi UE-13, che al contrario registrano finanziamenti approvati solamente per un totale di 7 miliardi (di cui circa 4 miliardi corrispondono alla Polonia). Nonostante ciò, i dati rilevano anche che il Piano ha affrontato le esigenze di investimento di alcuni dei paesi più duramente colpiti dalla crisi, come Italia, Spagna,

Paese	Finanziamenti FEIS approvati (in milioni di €)	Investimenti attivati attesi (in milioni di €)	Ranking (1-28): investimenti FEIS attivati (€ / PIL)
Francia	11627	60593	11
Italia	9479	55156	10
Spagna	8087	46243	4
Germania	7259	34737	25
Polonia	3741	16221	9
Grecia	2702	11091	1
Svezia	2699	10555	12
Portogallo	2490	8830	3
Regno Unito	2304	20967	25
Paesi Bassi	2162	10037	22
Finlandia	1976	7859	8
Belgio	1814	8340	18
Austria	1368	4307	23
Irlanda	1344	6283	14
Danimarca	748	4614	19
Rep. Ceca	706	3973	15
Romania	652	2733	20
Ungheria	545	2408	17
Slovacchia	537	1185	21
Bulgaria	419	1825	7
Lituania	412	1606	5
Lettonia	229	960	6
Croazia	204	998	16
Slovenia	161	927	13
Estonia	130	1260	2
Lussemburgo	113	595	24
Cipro	45	81	27
Malta	11	34	28

Grecia e Portogallo, che figurano tra i maggiori beneficiari. Sembra inoltre migliorata, rispetto al primo periodo, la risposta in termini di concentrazione richiesta dagli orientamenti strategici dello *Steering Board*, che avevano fissato un limite del 45% per ogni 3 stati nell'ambito della finestra

¹⁴⁴ EUROPEAN COURT OF AUDITORS (2019).

¹⁴⁵ Elaborazione dei dati sulla base degli ultimi risultati forniti dalla BEI, nella pagina dedicata ai "Latest results from the Juncker Plan" (aggiornati a dicembre 2018), consultabile all'indirizzo: https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/investment-plan-results_en. In verde sono evidenziati i paesi appartenenti al gruppo UE-13, in rosso quelli appartenenti al gruppo UE-15. Ciò rende ancora più visibile il limite di distribuzione geografica.

Innovazione e infrastrutture: nonostante la relazione speciale della Corte dei conti europea rilevi che al 30 giugno 2018 i finanziamenti a titolo dell'IIFW erano concentrati (47 %) in tre Stati membri¹⁴⁶, questo risultato mostra un miglioramento. In definitiva, con la consapevolezza che il FEIS non rappresenta uno strumento della politica di coesione e opera in funzione della domanda, sarebbe necessario tenere presente un'equilibrata distribuzione geografica nel finanziamento, per ottenere risultati migliori da un punto di vista qualitativo e per contribuire a effetti equilibrati di lungo periodo tra gli Stati membri dell'Unione europea. Per quanto concerne le criticità in termini settoriali, il problema della concentrazione settoriale sembra risolto, anche se permangono dubbi in riferimento alla scarsità di progetti in alcuni ambiti, come quello sociale¹⁴⁷.

La Corte ha rilevato anche criticità ancora presenti in ambito di addizionalità, nonostante abbia rilevato che le operazioni del FEIS sono caratterizzate da un livello di rischio più alto rispetto alle operazioni standard (non FEIS) della BEI, come impone il regolamento del FEIS. Nel rapporto della Corte si legge che: “parte del sostegno del FEIS ha semplicemente sostituito altri finanziamenti dell'UE e della BEI;” e che “parte dei fondi ha sostenuto progetti che avrebbero potuto essere finanziati da fonti private, da altre fonti pubbliche o dalla BEI come operazioni normali, seppure a condizioni diverse”¹⁴⁸: i risultati dell'indagine condotta dalla Corte dimostrano che quasi un terzo dei progetti finanziati dalla finestra Infrastrutture e innovazione sarebbe stato intrapreso anche senza il sostegno del FEIS. I promotori dei progetti avrebbero infatti dimostrato una spiccata preferenza per i finanziamenti FEIS solamente perché meno costosi, oppure perché offrivano un periodo più lungo per il rimborso. Questi dati erano stati evidenziati anche dalla valutazione indipendente: l'indagine e le interviste condotte dall'ICF (fino a dicembre 2017) indicavano che nell'ambito della finestra Infrastrutture e innovazione del FEIS avrebbero potuto essersi verificati alcuni effetti di *crowding out*.

In questo senso, la Corte ha sollevato dubbi anche circa la stima fornita per gli investimenti aggiuntivi mobilitati, in quanto in alcuni casi la metodologia utilizzata ha sopravvalutato la misura in cui il sostegno del Fondo ha concretamente indotto investimenti reali nell'economia reale. Inoltre, gli importi indicati non tengono conto del fatto che alcune operazioni del FEIS hanno sostituito altre operazioni della BEI e strumenti finanziari dell'Unione europea gestiti a livello

¹⁴⁶ Francia (18 % o 6,2 miliardi di euro), Italia (17 % o 6 miliardi di euro) e Spagna (12 % o 4,3 miliardi di euro). Cfr: EUROPEAN COURT OF AUDITORS (2019).

¹⁴⁷ La Corte ha rilevato che al 30 giugno 2018, i diversi settori interessati dal FEIS nella finestra infrastrutture e innovazione, si mantenevano entro la soglia del 30 % stabilita dagli orientamenti dello *Steering board*: il settore energetico rappresentava il 27 %, la ricerca, lo sviluppo e l'innovazione il 22 %, il sostegno finanziario alle PMI e alle imprese a media capitalizzazione il 19 % e i trasporti il 15 %. Il resto va attribuito a ICT (informazione, comunicazione e tecnologia), ambiente ed efficienza delle risorse e capitale umano, rispettivamente per il 9%, il 5% e il 3%.

¹⁴⁸ EUROPEAN COURT OF AUDITORS (2019), p.5.

centrale, in particolare nei settori dei trasporti e dell'energia. Questo consegue da un'altra importante criticità: spesso la complementarità auspicata tra fondi a supporto degli investimenti (FEIS, Fondi SEI, CEF, Horizon 2020 e altri) si trasforma in duplicazioni e sovrapposizioni, portando a insufficiente *accountability* e controllo. Nella recente valutazione pubblicata dalla BEI si legge che *“The evaluation finds that combination of EFSI with ESIF as well as CEF has been very limited, mainly due to differences in their legal bases. EFSI is generally complementary with NPBs, although there is some potential for overlaps and crowding out”* e che *“no evidence was found that the other two Pillars of the IPE had an impact (positive or negative) on the implementation of EFSI”*¹⁴⁹. E' infine emersa dall'indagine della Corte la necessità di rafforzare ancora la trasparenza, poiché non esistono indicatori di monitoraggio e di *performance* comparabili per tutti gli strumenti finanziari e le garanzie di bilancio dell'Unione europea.

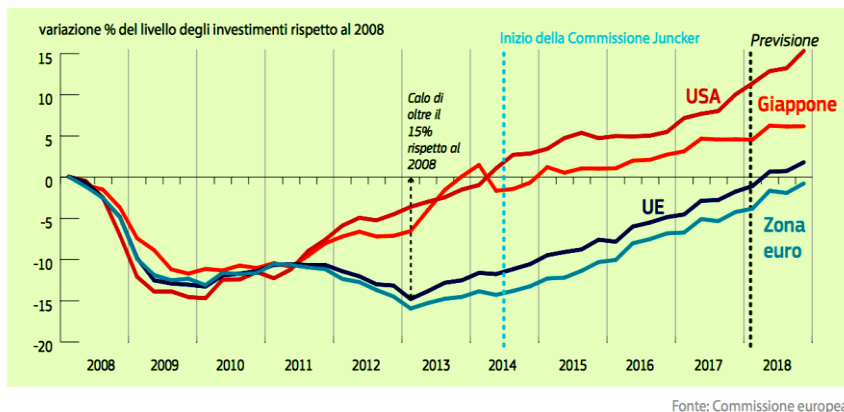
Queste criticità mostrano che il Piano presenta ancora elementi che necessitano un ulteriore rafforzamento, oltre a quelli introdotti con il regolamento del FEIS 2.0, in particolar modo da un punto di vista qualitativo, in termini di: a) miglioramento dell'equilibrio nella distribuzione geografica dei finanziamenti, al fine di consentire effetti equilibrati in tutti gli stati membri e contribuendo ad eliminare progressivamente gli elementi di eterogeneità in termini di investimenti; b) rafforzamento del criterio di addizionalità, in quanto elemento cruciale per l'impatto di lungo termine del FEIS; c) semplificazione al fine di evitare sovrapposizioni nell'utilizzo dei fondi a supporto degli investimenti; d) miglioramento della trasparenza mediante l'introduzione di indicatori di monitoraggio e performance comparabili per tutti gli strumenti finanziari e le garanzie di bilancio dell'UE.

Sebbene i risultati quantitativi siano incoraggianti, sulla base dei dati e del pieno raggiungimento degli obiettivi prefissati nel triennio, dal punto di vista qualitativo si osservano aree che richiedono ulteriori miglioramenti anche rispetto al FEIS 2.0. Anche l'analisi dei dati macroeconomici mostra allo stesso tempo risultati incoraggianti, che però richiedono ancora margini di miglioramento.

¹⁴⁹ EIB (2018b), p. 59.

Seppur non sia possibile valutare gli effetti complessivi del Piano Juncker da un punto di vista macroeconomico poiché l'impatto economico dei progetti FEIS si materializzerà solo una volta che si verificheranno gli investimenti reali e il finanziamento raggiungerà l'economia nel medio-lungo termine, risulta possibile asserire che dal 2014 l'*Investment Plan* ha contribuito significativamente a colmare il *gap* di investimenti, confermando quanto affermato dalla Commissione europea (Figura 23)¹⁵⁰.

Figura 23 - Variazione % del livello degli investimenti rispetto al 2008



Anche in riferimento a crescita e occupazione, il Piano di investimenti sembra aver contribuito ad un miglioramento delle due componenti in Europa a livello aggregato. Nonostante il potenziale impatto complessivo del FEIS in termini di occupazione e crescita non possa essere valutato in modo definitivo, il Dipartimento Economico della BEI ha stimato l'impatto aggiuntivo del FEIS su crescita e occupazione dell'Unione europea, utilizzando il modello macroeconomico "RHOMOLO", sviluppato dalla Commissione europea¹⁵¹. Nonostante la stima non copra il periodo totale delle operazioni fino ad oggi, è possibile osservare già un impatto positivo in termini di occupazione e crescita in Europa: modellando l'impatto del totale degli investimenti mobilizzati dai versamenti attesi dalle operazioni FEIS approvate tra il 2015 e il 2016, la BEI ha stimato che entro il 2020 queste operazioni FEIS creeranno circa 690 mila posti di lavoro extra e il PIL UE aumenterà di circa lo 0,67%, rispetto a uno scenario in assenza degli investimenti supportati dal FEIS. Inoltre, è stato stimato che nel lungo periodo (entro il 2036, ovvero dopo 20 anni), ci si attende che il PIL

¹⁵⁰ *The Juncker Plan at work*, gennaio 2019, p.1. https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/investeu_singlemarket_third_pillar_09012019.pdf

¹⁵¹ La valutazione indipendente (*op. cit.*, EY, 2016) aveva sottolineato che gli effetti sulla crescita e l'occupazione erano non sufficientemente misurati e monitorati; la successiva valutazione indipendente (*op.cit.*, ICF, 2018) ha invece sottolineato sforzi rilevanti da parte della Commissione europea della BEI per stimare il potenziale impatto del Piano Juncker su crescita e occupazione. Infatti, questi sono stati misurati utilizzando il modello RHOMOLO, "a recursively dynamic spatial general equilibrium model", sviluppato e utilizzato dal *Joint Research Center* in cooperazione con DG REGIO, per la valutazione dell'impatto delle *policies* di coesione, riforme strutturali e altre *policies*.

UE sarà più alto dello 0,4% di quanto sarebbe stato in assenza del Piano Juncker, con circa 340 mila ulteriori posti di lavoro creati (Figura 24)¹⁵².

Figura 24 - EIB and EFSI impact on growth and employment

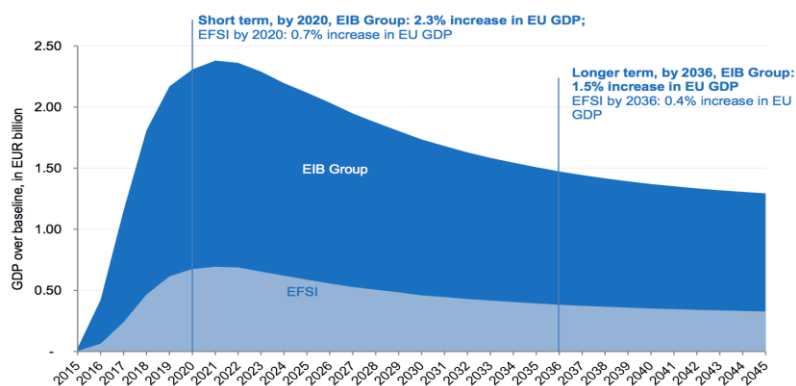


Figure 10: Expected GDP impact of EIB Group and EFSI-supported operations, based on approvals 2015-2016

Inoltre, la Commissione europea ha stimato che le operazioni complessive previste nell'ambito del FEIS 2.0 (corrispondenti a 500 miliardi di investimenti sostenuti) avranno un impatto estremamente positivo, e in particolare si stima che entro il 2020 contribuiranno ad un aumento dell'1,3% del PIL europeo e alla creazione di 1,4 milioni di nuovi posti di lavoro.

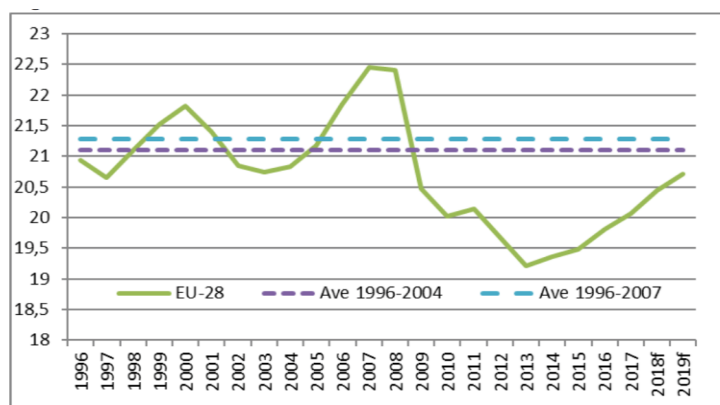
E' quindi possibile affermare che il Piano Juncker, nonostante i dubbi e le critiche sollevate in seguito alla sua proposta, ha contribuito e contribuirà significativamente a rispondere alle debolezze degli anni precedenti alla crisi, non solo in riferimento agli investimenti, ma anche in termini di crescita e occupazione, dimostrandosi così all'altezza degli obiettivi indicati per il FEIS 1.0 (infatti, sulla base di queste stime, appare ragionevole pensare che gli investimenti mobilitati nel triennio (fino a luglio 2018) creeranno tra 1 e 1,3 milioni di nuovi posti di lavoro e aggiungeranno tra i 330 e i 410 miliardi di euro al PIL UE - come stimato negli obiettivi della Commissione alla presentazione del Piano), superandoli con l'impatto previsto del FEIS 2.0.

Tuttavia, nonostante il Piano Juncker abbia contribuito significativamente a colmare la carenza di investimenti attraverso la creazione di un modello virtuoso che ha permesso di attivare numerosi investimenti, soprattutto dal settore privato, come dimostrato dagli obiettivi raggiunti in termini quantitativi, ciò non si è dimostrato sufficiente per permettere un ritorno ai livelli di investimenti precedenti alla crisi finanziaria.

¹⁵² EIB (2018a), p.26.

La recente accelerazione in termini di investimenti nell'UE non ha contribuito a riportare il livello di investimenti superiore all'andamento medio registrato tra il 1996 e il 2007 (21,28%): come è possibile osservare dalla Figura 25¹⁵³ il livello degli investimenti complessivo dell'UE sia ancora al di sotto dei trend storici.

Figura 25 - Investment (% GDP) in EU28



Benchè si possa osservare una ripresa nel rapporto investimenti/PIL nell'Unione europea, quest'ultimo resta al di sotto di quanto ci si potrebbe attendere in un periodo di forte ripresa e non si dimostra sufficiente a compensare anni di carenza di investimenti.

Analizzando nel dettaglio l'andamento degli investimenti, si osserva che, nonostante il recente miglioramento dell'attività di investimento in Europa, sono ancora presenti alcune carenze. Come sottolineato dalla valutazione indipendente ICF, mentre alcune condizioni sono migliorate, come l'accesso alla finanza per le PMI, sono ancora presenti significativi *gap* negli investimenti. In particolare, ha concluso che “*although the overall picture has improved at a macro level, both in terms of the scale of the financing gap and financing conditions (especially for SMEs), there remain substantial and pressing investment needs*”¹⁵⁴. Infatti, i livelli degli investimenti in Europa, seppur complessivamente incoraggianti, presentano ancora debolezze e appaiono eterogenei in termini di: a) settori; b) stati membri.

In primo luogo, si riscontrano fragilità nell'ambito degli investimenti infrastrutturali: nel 2016 questi investimenti erano al di sotto del 20% rispetto ai tassi degli investimenti precedenti alla crisi finanziaria, e oggi, come evidenziato dall'ultimo rapporto della BEI sugli investimenti¹⁵⁵, l'attuale livello di investimenti in infrastrutture complessivo (1,8% del PIL) corrisponde al 75% del suo livello pre-crisi. Segnali di debolezza si riscontrano principalmente nei paesi periferici e di coesione; in particolare, si rileva un calo negli investimenti pubblici in infrastrutture più pronunciato da parte dei governi dei paesi soggetti a condizioni macroeconomiche avverse e a vincoli fiscali severi. Inoltre, rispetto al 2009, si assiste un calo specialmente nel settore nei

¹⁵³ EUROPEAN COMMISSION (2018a), p.4.

¹⁵⁴ ICF (2018), p.10.

¹⁵⁵ EIB (2018c).

trasporti. Anche gli investimenti in ricerca e innovazione sono ancora inferiori in percentuale del PIL europeo a quelli del 2009.

Inoltre, nonostante la crescita degli investimenti si stia consolidando nell'Unione europea nel suo complesso (misurati come *gross fixed capital formation*, gli investimenti sono in media aumentati del 4% nel 2017 e nella prima parte del 2018), è possibile riscontrare divergenze tra stati membri e la ripresa appare disomogenea. In alcuni stati membri il livello di investimenti è tornato ai trend storici, mentre in alcuni, specialmente nei paesi periferici, è possibile riscontrare ancora livelli non adeguati. E' possibile rilevare che alla fine del 2017 gli investimenti nei paesi *core* avevano superato di circa il 10% il livello pre-crisi, mentre nei paesi periferici erano ancora inferiori di oltre il 20%.

In definitiva, questi dati suggeriscono che il Piano Juncker ha rappresentato un elemento significativo per rispondere alle difficoltà riscontrate negli anni successivi alla crisi finanziaria in Europa in termini di investimenti. Si può quindi affermare che l'*Investment Plan* non solo si è dimostrato all'altezza nel rispettare i risultati attesi in termini di investimenti mobilitati e operazioni concluse, ma ha anche rappresentato una risposta aggregata concreta e positiva alla carenza di investimenti e ai problemi strutturali ad essa connessi. Nonostante non sia riuscito a colmare il *gap* di investimenti e sebbene si riscontrino ancora elementi di fragilità sia a livello di implementazione, che a livello macroeconomico, il Piano Juncker costituisce un modello virtuoso e innovativo per sostenere gli investimenti, la crescita, e l'occupazione in Europa. Nonostante abbia presentato alcuni limiti, non del tutto superati dal FEIS 2.0, il Piano Juncker ha numerosi meriti, ed in particolare quello di porre l'attenzione su un problema molto importante per l'Eurozona, ovvero la capacità di attivare investimenti aggiuntivi in periodi in cui la domanda aggregata è debole, e di aver creato un modello altamente di successo, che potrebbe diventare il nuovo *benchmark* per gli investimenti supportati dall'Unione europea, sia all'interno dell'Europa che fuori.

3.4 LA PROPOSTA DI UN NUOVO PIANO DI INVESTIMENTI: IL PROGRAMMA INVEST EU

Sulla base dei risultati complessivamente positivi ottenuti dal Piano Juncker e in una congiuntura macroeconomica più favorevole ma non ancora del tutto soddisfacente, la Commissione europea, nel contesto del prossimo *Macroeconomic Financial Framework* (MFF) 2021-2027, il 6 giugno 2018 ha presentato la proposta per l'istituzione di un Fondo per gli investimenti denominato "InvestEU".

Questa iniziativa riflette la volontà di continuare a perseguire l'obiettivo di superare le carenze degli investimenti rilevate, sebbene in un contesto parzialmente migliore, attraverso la creazione di un nuovo Fondo costruito sulla base del modello vincente del FEIS e rafforzato sulla base della sua esperienza. Infatti, attraverso la lettura della proposta legislativa del Programma InvestEU¹⁵⁶ - che è tuttora in corso di discussione da parte delle istituzioni europee -, risultano evidenti sia elementi di continuità sia di novità rispetto al precedente Piano di investimenti. Infatti, sebbene sia prematuro esprimere un giudizio sulla nuova proposta della Commissione, appare utile offrirne una panoramica, analizzandone i principali elementi in un'ottica di confronto con il Piano Juncker al fine di poterne comprendere le potenzialità, le eventuali criticità e gli elementi oggetto di rafforzamento.

Il principale elemento innovativo del programma InvestEU è rappresentato dall'obiettivo di rendere più semplice, più efficiente e flessibile il sistema di finanziamento di progetti di investimento dell'Unione europea, accorpendo i molteplici strumenti finanziari attualmente disponibili per sostenere gli investimenti. Questa volontà nasce dalla consapevolezza di dover superare limiti di frammentazione, sovrapposizione e duplicazione degli strumenti esistenti, emersi in particolare dalle criticità riscontrate nell'implementazione del Piano Juncker circa le sovrapposizioni tra il FEIS e gli strumenti finanziari gestiti a livello centrale, che hanno talvolta complicato anche l'attività di intermediari finanziari e beneficiari finali, dovendo far fronte all'incertezza della scelta dello strumento più adatto, a norme e obblighi differenti derivanti dalla moltitudine degli strumenti disponibili.

Questa necessità si è manifestata nelle considerazioni preparatorie per il MFF, come il *Reflection Paper on the Future of EU Finances*¹⁵⁷ e le conclusioni finali dell'*High Level Group on*

¹⁵⁶ EUROPEAN COMMISSION (2018b).

¹⁵⁷ EUROPEAN COMMISSION (2017).

*Simplification for post 2020*¹⁵⁸, pubblicati rispettivamente a giugno e luglio 2017: entrambi hanno sottolineato la necessità di rendere più efficiente, semplificare e razionalizzare il panorama degli strumenti per gli investimenti per far fronte alle sovrapposizioni causate dall'attuale moltitudine di strumenti finanziari e delle loro relative regole a livello europeo e, in particolare, il *Reflection Paper* ha suggerito come possibile soluzione la loro integrazione in un unico fondo, al fine di garantire investimenti più coerenti e semplificare la vita dei beneficiari¹⁵⁹. La Commissione europea ha quindi lavorato per l'ideazione di un nuovo programma in grado di superare queste problematiche da inserire nel nuovo Quadro finanziario pluriennale: il Piano InvestEU proposto dalla Commissione, con l'obiettivo di semplificare il sostegno dell'Unione europea agli investimenti, istituisce infatti un quadro unico che unifica in un solo Fondo di 15,2 miliardi di euro il FEIS e gli attuali 14 diversi strumenti di prestito e di garanzie presenti a livello europeo (come COSME, *InnovFin* ecc.).

Il programma InvestEU, successore del FEIS e degli attuali strumenti finanziari controllati centralmente¹⁶⁰ e la cui durata è prevista per l'intero periodo di programmazione dal 2021 al 2027, rappresenta l'evoluzione del Piano Juncker: nelle intenzioni, prevede di mobilitare circa 650 miliardi di euro di investimenti complessivi pubblici e privati con meccanismi di leva finanziaria simili a quelli sperimentati con il Fondo strategico per gli investimenti. Il nuovo Piano di investimenti prevede un modello tripartito sulla base del Piano precedente, che comprende: a) un Fondo InvestEU, che accorperà i diversi strumenti di finanziamento dell'Unione europea in una struttura unica in forma di prestiti e di garanzie; b) un Polo di consulenza che fornirà assistenza tecnica per la definizione e la realizzazione dei progetti, che a sua volta accorperà 13 distinti strumenti di consulenza attualmente esistenti; c) un Portale informatico che raccoglierà in un unico *database* le informazioni relative ai progetti, mettendo in relazione investitori e promotori dei progetti. Queste tre componenti, che riflettono la continuità con la struttura del Fondo strategico per gli investimenti del Piano Juncker, andranno a sostituire rispettivamente il FEIS, l'*Advisory Hub* e il Portale del Piano di investimenti per l'Europa alla fine del suo periodo di implementazione (fine 2020).

La creazione di un programma coerente di questo tipo comporta numerosi vantaggi: oltre al superamento delle criticità del Piano Juncker in termini di sovrapposizione e duplicazioni, comporta i vantaggi derivanti dalle economie di scala, come una maggiore diversificazione del rischio, una

¹⁵⁸ *Final conclusions and recommendations of the High Level Group on Simplification for post 2020*, Luglio 2017 - https://ec.europa.eu/regional_policy/en/policy/how/improving-investment/high-level-group-simplification/

¹⁵⁹ EUROPEAN COMMISSION (2017), p. 25.

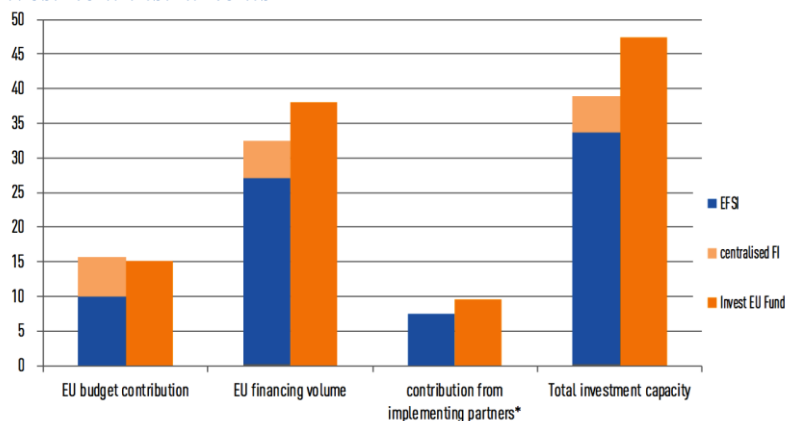
¹⁶⁰ Con l'esclusione degli strumenti finanziari per l'azione esterna dell'Unione.

governance più integrata e l'integrazione delle politiche intersettoriali. Inoltre, nella proposta di Regolamento si specifica che nel caso in cui le sovvenzioni provenienti da altri programmi (e.g. *Horizon Europe*¹⁶¹ o il CEF) si combinino con il sostegno di InvestEU, le norme relative a InvestEU si applicheranno all'intero progetto, eliminando così le complessità.

Sebbene il nuovo programma ricalchi molti degli elementi del Piano di investimenti per l'Europa, come i meccanismi di leva finanziaria che consentiranno di attirare investimenti sulla base dell'esperienza vincente del FEIS, alcuni elementi della proposta riflettono la nuova volontà di spostare l'attenzione dall'ambito quantitativo a quello qualitativo, dando maggiore importanza a obiettivi quali l'attenzione alla distribuzione geografica e settoriale, l'effetto di *crowding in*, l'addizionalità e la *governance*, a discapito di cifre elevate. Infatti, analizzando la proposta avanzata dalla Commissione europea, le cifre predisposte per il Fondo InvestEU mostrano che le dimensioni della garanzia stanziata dal bilancio dell'UE per il nuovo programma (15,2 miliardi di euro) risulterebbe inferiore del 3% rispetto a quella destinata al FEIS e gli altri strumenti finanziari (complessivamente corrispondente a 15,6 miliardi di euro), come visibile dalla figura 26¹⁶².

Secondo la proposta, la garanzia del bilancio UE avrà una copertura pari al 40% (rispetto al 35% del FEIS); pertanto l'accantonamento di 15,2 miliardi di euro consente una garanzia complessiva pari a 38 miliardi di euro; questa garanzia sosterrà i progetti di vari partner finanziari, che sono tenuti tuttavia a

Figura 26 - Comparing the InvestEU fund with current EU investment instruments



contribuire per almeno 9,5 miliardi di euro di capacità di rischio. Nonostante queste cifre risultino superiori a quelle relative agli strumenti finanziari precedenti e in particolare al FEIS, il volume di investimenti addizionali attesi riflettono una minore ambizione in termini numerici: infatti, se il FEIS (considerato in seguito alla sua estensione) ha come obiettivo quello di mobilitare investimenti addizionali per 500 miliardi di euro in un periodo di 5 anni (2015-2020), l'obiettivo del nuovo Fondo InvestEU appare inferiore, ovvero mobilitare 650 miliardi di euro di investimenti

¹⁶¹ *Horizon Europe* è il Programma Quadro Europeo per la Ricerca e l'Innovazione che succederà a *Horizon2020*, sempre nell'ambito del MMF 2021-2027.

¹⁶² RUBIO E., VIREL R.,(2018), p.3.

complessivi pubblici e privati in un periodo di sette anni (2021-2027), con un effetto moltiplicatore di 1:13,7 (anch'essa più prudente rispetto al Piano precedente). L'analisi delle cifre previste presentate dalla Commissione portano dunque ad una riflessione significativa: come argomentato dal *Policy brief* pubblicato dall'Istituto Jacques Delors, “*the choice for a lower investment target and a more conservative provisioning rate (...) reflects the Commission's willingness to shift the focus from quantity (mobilizing a major volume of private investment in a short period of time) to quality (crowding in private instrument in specific sectors or projects of high policy added value which suffer from persistent market failures)*”¹⁶³.

Questa nuova impostazione in termini di priorità riflette il cambiamento positivo nel contesto degli investimenti in Europa: il FEIS era stato creato per fornire una risposta concreta al fragile contesto successivo alla crisi finanziaria del 2014, rappresentato da un livello di investimenti molto al di sotto dei trend storici, mentre il Fondo InvestEU risponde ad un nuovo contesto, caratterizzato da una situazione più positiva degli investimenti, che richiede tuttora una risposta aggregata efficace, tuttavia più circoscritta. Infatti, InvestEU svolge un duplice ruolo: opererà non solo come *delivery tool*, ma anche come *policy instrument*, riflettendo l'obiettivo generale di supporto delle priorità di *policy* dell'Unione europea. La proposta di Regolamento non si limita ad indicare le priorità generali (quali il contributo al rafforzamento della competitività dell'Unione, della sostenibilità dell'economia e della crescita, della resilienza sociale e dell'inclusività e l'integrazione dell'Unione dei mercati dei capitali, che peraltro appaiono simili a quelle del FEIS), ma sottolinea anche obiettivi più specifici, che riflettono un ruolo più incisivo a livello di *policy* e una maggiore attenzione alla qualità degli investimenti (articolo 3 della Proposta di regolamento).

Le priorità politiche e strategiche si riflettono in un'ulteriore novità del programma InvestEU, che consiste nella creazione di quattro finestre tematiche. La garanzia complessiva sarà ripartita ex-ante tra quattro settori di intervento, ovvero: a) infrastrutture sostenibili (11,5 miliardi); b) ricerca, innovazione e digitalizzazione (11,25 miliardi); c) piccole imprese a media capitalizzazione (11,25 miliardi); d) investimenti sociali e competenze (4 miliardi). Questa ripartizione, oltre a riflettere una maggiore attenzione alle priorità politiche dell'Unione, consentirebbe numerosi vantaggi che permetterebbero il superamento di alcune criticità emerse dall'implementazione del Piano Juncker. In primo luogo, l'assegnazione di un budget a ogni specifico settore permetterebbe di ridurre il rischio di concentrazione settoriale e permetterebbe di favorire l'attenzione verso settori specifici; la Commissione ha infatti specificato che questa suddivisione è stata effettuata sulla base di “*policy prioritisation, absorption capacity and the size of the investment gaps*”. In secondo luogo,

¹⁶³ *Ibidem*.

l'assegnazione di 4 miliardi al settore dedicato agli investimenti sociali costituisce un elemento estremamente positivo poiché raddoppierebbe la dotazione per questo tipo di investimenti rispetto a quella attuale (nell'ambito del vigente MMF ammonta a 2,2 miliardi di euro). In aggiunta, è previsto che ogni stato membro potrà avere un comparto per ogni settore di intervento presso il Fondo: ciò significa che gli stati membri, su base volontaria, potranno aumentare la copertura della garanzia dell'UE convogliando fino al 5% dei loro fondi della politica di coesione in tale comparto. In questo modo gli Stati membri potranno beneficiare della garanzia dell'UE, incrementando la potenza di fuoco degli investimenti nazionali e regionali. Infine, un ulteriore elemento di novità in questo ambito è rappresentato da una maggiore flessibilità: infatti, il budget di ognuna delle finestre settoriali potrà essere adeguato dalla Commissione europea fino a un massimo del 15% per ciascuna finestra, al fine di consentire risposte più coerenti alle necessità derivanti dall'evoluzione delle priorità politiche e dalla domanda di mercato.

Oltre alla ripartizione settoriale della garanzia, dalla proposta della Commissione emergono altre novità che manifestano una spiccata concentrazione nei confronti degli elementi qualitativi e la volontà di superare le criticità sperimentate nel corso dell'implementazione del predecessore Piano di investimenti. In particolare: a) l'eccessiva concentrazione geografica; b) le problematiche relative all'addizionalità; c) la modifica della procedura di selezione dei progetti e d) di alcuni elementi di *governance*.

Il limite della concentrazione geografica del FEIS viene affrontato dalla Commissione europea attraverso un'ulteriore importante novità: l'apertura del Fondo InvestEU ad altri partner finanziari. Infatti, a differenza del FEIS, la possibilità di ricorrere alla garanzia del bilancio dell'Unione per l'attuazione dei progetti coinvolgerebbe in modo diretto non solo la BEI, ma anche altri possibili *implementing partners* come le istituzioni finanziarie internazionali attive in Europa, quali la Banca Europea per la ricostruzione e lo sviluppo (BERS), la Banca del Consiglio d'Europa, la Banca Mondiale e le Banche promozionali di sviluppo nazionali o regionali. Questo aspetto appare estremamente innovativo, nonostante venga specificato che la BEI continuerà ad essere comunque il partner finanziario principale della Commissione nel quadro di InvestEU, dato il suo ruolo di banca pubblica dell'UE, la sua capacità di operare in tutti gli stati membri e la sua esperienza nella gestione del FEIS. La decisione di estendere la possibilità di beneficiare della garanzia dell'UE ad altri enti con diversa *expertise* e portata a livello geografico permetterebbe di estendere l'azione del nuovo Fondo InvestEU a settori o regioni servite in modo minore dal FEIS e rispondere meglio a specifiche esigenze, consentendo di ampliare e diversificare la riserva di progetti e aumentare il potenziale bacino di beneficiari finali. Questo aspetto, pur mostrando evidenti vantaggi, suscita tuttavia alcune perplessità, in particolare circa l'eventuale partecipazione di istituzioni non già parte

integrante del quadro istituzionale europeo e l'effettiva possibilità di partecipazione di altri enti. Un primo dubbio in merito deriva dal fatto che la possibilità di poter beneficiare alla garanzia dell'UE sia subordinata ad una specifica valutazione (il cd. "*Pillar assessment*"¹⁶⁴) prevista per le istituzioni che operano una gestione del budget dell'UE. I criteri di questa valutazione potrebbero di fatto limitare la partecipazione di alcune delle istituzioni europee; inoltre, non necessariamente tutte le istituzioni eleggibili sarebbero interessate ad avere un accesso diretto alla garanzia UE.

In particolare, a settembre 2018 solo due delle banche di promozione nazionali soddisferebbero i criteri del "*Pillar assessment*", e solamente 5 su 16 avrebbero dichiarato di essere interessate alla partecipazione¹⁶⁵. Inoltre, la partecipazione delle NPBs potrebbe essere ostacolata e indebolita da un ulteriore requisito indicato dalla Commissione, volto a imporre alle NPBs di cooperare per sviluppare prodotti comuni, portando a uno scambio internazionale di *best practices*: "i partner esecutivi dovranno coprire almeno tre Stati membri, ma possono costituire un gruppo a tale scopo"¹⁶⁶. Infine, la maggiore perplessità riguarda la quantità della garanzia riservata effettivamente agli *implementing partners*, in quanto la Proposta di regolamento potrebbe favorire in questo senso la BEI quale principale partner finanziario, affermando che "si prevede che il 75% circa della garanzia dell'UE nell'ambito del comparto dell'UE sia assegnato al partner esecutivo o ai partner esecutivi in grado di offrire prodotti finanziari del Fondo InvestEU in tutti gli Stati membri"¹⁶⁷. In definitiva, nonostante tali perplessità (che si auspica che saranno esaminate dalle istituzioni europee in ambito della discussione sulla proposta), risulta evidente uno sforzo maggiore per garantire un adeguato equilibrio geografico, superando uno dei principali problemi emersi durante l'implementazione del FEIS. Inoltre, il nuovo polo di consulenza InvestEU contribuirà a fornire assistenza, rispondendo alle esigenze locali, come accade oggi nell'ambito del Piano Juncker.

Per quanto concerne un altro limite importante rilevato nell'implementazione del Piano Juncker, ovvero l'addizionalità, la Proposta di regolamento sorprendentemente non ne fornisce una definizione: l'articolo 11, dedicato alle operazioni di finanziamento e di investimento ammissibili, si limita a rimandare al Regolamento Finanziario UE (RF). In effetti, il nuovo RF (adottato il 18

¹⁶⁴ Nei "*Terms of Reference for a Pillar Assessment*" si legge infatti che: "*Article 58 of the Financial Regulation ('FR') applicable to the General Budget of the European Union ('EU') sets out the methods of implementation of the budget including 'indirect management'. Under indirect management the Commission can entrust budget implementation tasks to the countries, organizations and bodies these entities must meet requirements in up to seven areas relating to the internal control system, the accounting system, an independent external audit and rules and procedures for providing financing from EU funds through grants, procurement and financial instruments and Sub-Delegation*".

¹⁶⁵ RUBIO E., VIREL R.,(2018),

¹⁶⁶ EUROPEAN COMMISSION (2018b), p. 14.

¹⁶⁷ *Ibidem*, p. 23.

luglio 2018) all'articolo 209 definisce principi e condizioni applicabili agli strumenti finanziari e alle garanzie di bilancio, specificando che questi, al fine di raggiungere l'addizionalità, devono evitare la riallocazione di supporto potenziale e investimenti da altre risorse pubbliche o private¹⁶⁸. Questa specificazione fornisce certamente un chiarimento notevole, che permetterebbe di superare alcune delle criticità attuali nell'applicazione del criterio di addizionalità nell'ambito del Piano Juncker. Nonostante ciò, la validità e il rispetto effettivi di questa definizione dipende, come succede attualmente per il FEIS, dalle modalità con cui sarà svolto il processo di selezione degli investimenti.

La proposta InvestEU fornisce anche in questo ambito aspetti innovativi, che fanno nuovamente emergere la duplice volontà di seguire l'impalcatura FEIS corredando al contempo la proposta di elementi rafforzativi delle problematicità. Infatti, la struttura ipotizzata per l'individuazione dei progetti a cui concedere le garanzie presenta analogie con quella del Fondo del Piano Juncker, con un rafforzamento del ruolo della Commissione europea. Sebbene il Fondo InvestEU sarebbe gestito dalla Commissione con il sostegno dei partner finanziari (come avviene in ambito FEIS), il nuovo programma prevede cambiamenti in merito al procedimento di valutazione e selezione dei progetti. Infatti, nonostante a livello operativo la selezione dei progetti venga eseguita ancora dall'*Investment Committee* (che si riunirà in quattro diverse configurazioni in corrispondenza delle quattro finestre settoriali), prima di ciò: i) le proposte dei progetti saranno ricevute dalla Commissione che ne eseguirà un controllo di conformità preliminare rispetto alle politiche dell'Unione; ii) un *project team*¹⁶⁹ ne valuterà la qualità e i rischi e deciderà se inviarli all'IC per l'eventuale approvazione finale. La Commissione in questo senso sembra sostituirsi nel ruolo preminente della selezione dei progetti svolto dalla BEI nell'ambito del Piano Juncker (in ambito FEIS, era quest'ultima a valutare la fattibilità economica delle operazioni prima di essere valutate dall'IC). Il ruolo rafforzato della Commissione sembra emergere soprattutto dalla nuova struttura della *governance* del Fondo InvestEU, e in particolare dalla composizione dello *Steering Board*, ora composto da quattro membri provenienti dalla Commissione europea (fanno invece parte dello *Steering Board* FEIS tre membri della Commissione e uno della BEI). In risposta al rafforzamento del ruolo della

¹⁶⁸ L'articolo 209, paragrafo 2, lettera a) e b), cita che: "*Financial instruments and budgetary guarantees shall: (a) address market failures or sub-optimal investment situations and provide support, in a proportionate manner, only to final recipients that are deemed economically viable according to internationally accepted standards at the time of the Union financial support; (b) achieve additivity by preventing the replacement of potential support and investment from other public or private sources*". Regulation (EU, Euratom) 2018/1046.

¹⁶⁹ Il *project team* si compone di esperti in servizi bancari e di gestione del rischio delle istituzioni partner, distaccati presso la Commissione. Per evitare i conflitti di interesse, la Proposta di regolamento specifica che gli esperti non potranno lavorare su progetti presentati dall'ente di origine.

Commissione, sono state sollevate molte critiche da parte della BEI, che richiederebbe una rivisitazione della propria posizione. Le perplessità appaiono lecite, in quanto, ai fini della qualità degli investimenti, sarebbe più opportuno mantenere un maggiore equilibrio a livello di *governance*. Infatti, il lo *Steering Board* composto al 100% da membri della Commissione potrebbe costituire un limite, poiché la BEI risulta essenziale non solo come partner finanziario, ma anche come fonte di esperienza ed *expertise* in ambito bancario e in particolare di *asset management*¹⁷⁰.

Tali criticità, insieme ad altri eventuali elementi spinosi, saranno certamente discusse a livello istituzionale nei prossimi mesi nell'ambito del processo legislativo per il MFF 2021-2027. Il Piano InvestEU è ancora in fase di discussione¹⁷¹ e si attendono emendamenti e miglioramenti, non solo in ambito di *governance*. Sebbene sia ancora troppo prematuro dare un giudizio complessivo sulla proposta del nuovo Piano di investimenti, è possibile valutare il Piano InvestEU in modo complessivamente positivo, in particolare per quanto riguarda il rafforzamento di alcune debolezze emerse nell'implementazione del Piano Juncker; tuttavia è possibile riscontrare ancora elementi che sollevano critiche, perplessità e dubbi.

Certamente, unificare sotto un unico Fondo la moltitudine degli strumenti finanziari di supporto agli investimenti disponibili a livello dell'Unione europea sembra una scelta ambiziosa, tuttavia necessaria al fine di evitare l'eccessiva complessità, frammentazioni e possibili sovrapposizioni o duplicazioni. Inoltre, la struttura presentata dalla Commissione sembrerebbe positiva in termini di superamento di problematiche relative alla concentrazione settoriale e geografica. La proposta riflette una grande attenzione all'esperienza passata e mostra di tener conto delle *lessons learned* dal Piano Juncker (in base ai risultati ottenuti nel breve periodo), rendendo evidente il collegamento concreto con questo modello virtuoso; inoltre, presenta un approccio sensibile nei confronti delle nuove necessità dell'Unione europea, dando una direzione più incisiva al ruolo di *policy* e alle

¹⁷⁰ Un esempio a favore di questa posizione consisterebbe nei risultati ottenuti nell'ambito dell'*European Fund for Sustainable Development (EFSD)*, lo strumento principale per l'attuazione del Piano europeo per gli investimenti esterni (PIE) a sostegno degli investimenti in Africa e nei paesi del vicinato. Implementato dalla sola Commissione europea, entro il 2020 dovrebbe consentire di mobilitare circa 44 miliardi di euro partendo da un bilancio iniziale di 3,35 miliardi di euro. Tuttavia, secondo le stime più recenti (pubblicate l'11 luglio 2018 e relative ai risultati ottenuti nel 2017), a soli tre anni dalla sua fine il Fondo avrebbe mobilitato solamente il 24% della cifra finale. Questo elemento sosterebbe la tesi secondo cui la partecipazione della BEI potrebbe rivelarsi fondamentale per il raggiungimento dei risultati, sia in termini qualitativi che quantitativi.

¹⁷¹ Secondo gli ultimi sviluppi (febbraio 2019), il 16 gennaio 2019 il Parlamento europeo ha adottato sua posizione sul regolamento per l'istituzione del Fondo InvestEU con 517 voti favorevoli, 90 contrari e 25 astensioni, (approvando la relazione a cura degli eurodeputati J.M. Fernandes e R. Gualtieri). Di contro, la proposta è ancora in discussione a livello di *working party* in ambito del Consiglio UE, e nessun approccio comune è stato ancora raggiunto.

componenti qualitative del Piano, dimostrando la consapevolezza del ruolo svolto da queste ultime nell'impatto di lungo periodo.

Tuttavia, permangono dubbi su alcuni elementi, che necessiterebbero un'analisi più approfondita. In primo luogo, risultano innovative le proposte finalizzate al superamento del limite del criterio geografico, tuttavia dovrebbe essere ulteriormente chiarito il ruolo della BEI rispetto agli altri partner finanziari in termini di accesso alla garanzia UE; in aggiunta, oltre alla novità rappresentata dalla partecipazione di nuovi *implementing partners*, non sembrano esservi nuovi concreti elementi che possano escludere una nuova distribuzione disomogenea dei finanziamenti a livello geografico. In secondo luogo, sembra positiva l'introduzione di elementi chiarificatori per quanto concerne il criterio dell'addizionalità, elemento chiave per il raggiungimento di un impatto efficace nel lungo termine; tuttavia, perplessità derivano sulla base delle criticità riscontrate nella pratica anche in seguito al rafforzamento di questo criterio *sulla carta* nel Regolamento del FEIS 2.0. Infine, come sottolineato precedentemente, sarebbe positiva la reintroduzione di un maggiore bilanciamento tra il ruolo della Commissione e quello della BEI, tenendo a mente le capacità e l'*expertise* riscontrata in entrambe le istituzioni, che potrebbero costituire un elemento vincente per l'implementazione del nuovo Piano di investimenti. Infine, in termini quantitativi, nonostante sia apprezzabile la maggiore attenzione alle componenti qualitative, sulla base degli obiettivi raggiunti dal Piano Juncker, potrebbe considerarsi adeguato un leggero incremento del volume della garanzia complessiva, al fine di produrre maggiori risultati in termini di investimenti aggiuntivi mobilitati.

In generale il Piano sembra costituire un nuovo modello che rappresenta il giusto compromesso tra innovazione e esperienza pregressa. Naturalmente questo costituisce un giudizio non complessivo e forse affrettato: si dovranno attendere ancora alcune tappe importanti sia nel breve periodo, per confermare o smentire questa valutazione preliminare, sia nel medio-periodo, per poter stabilire se il nuovo Piano InvestEU costituisca un nuovo modello vincente, oppure un duplicato del Piano Juncker sia negli obiettivi raggiunti che nelle criticità manifestate.

Una tappa estremamente rilevante e necessaria è costituita dalle elezioni europee di Maggio 2019, che definiranno il nuovo assetto politico che indirizzerà le scelte di *policy* per i prossimi anni¹⁷². In questo senso, anche le discussioni che riguardano gli investimenti e i piani di investimento per

¹⁷² Sia il Parlamento europeo che la Commissione, in riferimento al processo legislativo per il MFF, hanno segnalato che “*they are ready to make an effort to reach agreement on the package before the May 2019 European elections. Meeting this deadline would help allow the new programmes to start without delay on 1 January 2021*” - <http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-new-boost-for-jobs-growth-and-investment/file-mff-2021-2027-mff>, aggiornato al 20 gennaio 2019.

l'Europa saranno inevitabilmente influenzate da questo cambiamento: sarà dunque necessario attendere qualche mese al fine di poter comprendere se vi sarà una continuità con quanto realizzato e proposto finora, o se si cambierà direzione.

Conclusioni

L'analisi svolta porta a trarre alcune conclusioni generali: 1) il Piano Juncker ha rappresentato un modello virtuoso nella risposta alle criticità in termini di investimenti riscontrate nel periodo successivo alla crisi e in particolare, considerate le necessità e i *gaps* in termini di finanziamenti, il funzionamento del FEIS si è dimostrato estremamente rilevante e significativo, dimostrando la possibilità di “to do more with less”; 2) nonostante i risultati positivamente raggiunti in termini quantitativi e i dati complessivamente incoraggianti a livello macroeconomico, “*ongoing EU investment support remains relevant and necessary*”¹⁷³; 3) esistono ancora elementi di criticità (come la distribuzione geografica, l'addizionalità, la sovrapposizione tra fondi e la trasparenza) che necessiterebbero miglioramenti per poter permettere un impatto più efficace ed efficiente dei risultati ottenuti in termini quantitativi nell'implementazione del Piano Juncker, soprattutto nel lungo termine. Come affermato dalla Commissione, “*Efforts will therefore need to continue beyond 2020 to bring investment back to its long-term sustainable trend with particular focus on current and emerging EU policy priorities*”¹⁷⁴. Infatti, i livelli di investimento pubblico e privato attuali e quelli previsti per il futuro non soddisfano il fabbisogno di investimenti strutturali dell'Unione, fondamentale per il sostegno della crescita a lungo periodo, specialmente di fronte allo sviluppo tecnologico e alla competitività a livello mondiale, in particolare per quanto riguarda l'innovazione, le competenze, le infrastrutture, le piccole e medie imprese (PMI) e la necessità di affrontare sfide sociali cruciali, quali la sostenibilità e l'invecchiamento della popolazione. Appare quindi necessario un sostegno costante per rimediare a fallimenti del mercato e a situazioni di investimento sub-ottimali, al fine di ridurre la carenza di investimenti in settori mirati, per realizzare gli obiettivi delle politiche dell'Unione. In quest'ottica, il nuovo Piano InvestEU proposto dalla Commissione sembra inserirsi in modo positivo nell'attuale cornice economica europea. Si auspica quindi un accordo in tempi brevi sul bilancio complessivo dell'Unione europea, indispensabile al fine di assicurare che i fondi dell'UE consentano di ottenere risultati concreti il prima possibile. In caso di

¹⁷³ ICF (2018), p.10.

¹⁷⁴ EUROPEAN COMMISSION (2018a), p.4.

eventuali ritardi nel processo legislativo, potrebbe permanere un basso livello di investimenti pubblici e privati nell'UE, portando a conseguenze tangibili e concrete sulla crescita e l'occupazione negli stati membri. Un accordo sul MFF (2021-2027) nel 2019 sarebbe di fondamentale importanza: ciò consentirebbe una transizione agevole tra l'attuale MFF (2014-2020) e il nuovo bilancio, e tra il Piano Juncker e l'eventuale successore InvestEU, assicurando la prevedibilità e la continuità dei finanziamenti agli investimenti in Europa.

Conclusioni

Il presente elaborato propone un'analisi del Piano di investimenti per l'Europa, al fine di valutarne il valore in quanto modello di finanziamento agli investimenti. Per il raggiungimento di tale intento, è apparso utile suddividere la trattazione in tre capitoli, dedicati rispettivamente all'analisi: i) delle premesse che hanno portato alla scelta da parte delle istituzioni europee di creare un piano comune per gli investimenti in Europa; ii) del Piano Juncker, nella sua struttura operativa e nel funzionamento, nelle potenzialità e nei possibili limiti di implementazione; iii) dei risultati e degli obiettivi raggiunti concretamente fino ad oggi, in termini quantitativi e qualitativi, e nel rispetto del suo contributo a livello macroeconomico.

Nel primo capitolo sono state esplorate le motivazioni alla base della proposta della Commissione europea relativa alla creazione del Piano Juncker. Attraverso l'analisi della prima fase di vita dell'area euro, si sono dimostrati: a) l'esistenza di un collegamento virtuoso tra investimenti e crescita; b) la necessità di un'allocazione efficiente delle risorse. In particolare, partendo dall'analisi degli squilibri nelle partite correnti registrati negli anni precedenti alla crisi, si è dimostrata la crucialità degli investimenti per una crescita robusta e per una possibile convergenza tra stati membri nell'area euro. Infatti, grazie ai flussi finanziari compensativi provenienti dai paesi *core*, i paesi periferici hanno effettuato investimenti aggiuntivi e sono cresciuti ad un tasso più elevato rispetto ai paesi *core*, recuperando, almeno in parte, i ritardi macroeconomici rispetto a questi ultimi. Tuttavia, se questa prima fase di vita dell'euro sembrava essere caratterizzata dalla presenza di un modello virtuoso di crescita e convergenza tra stati membri periferici e centrali, attraverso l'analisi degli effetti della crisi finanziaria internazionale si è dimostrata la fragilità di tale modello: in particolare, si è dimostrato che gli investimenti rappresentano un elemento cruciale per la crescita; tuttavia costituiscono un elemento necessario ma non sufficiente per una crescita stabile, robusta e di lungo periodo. Analizzando l'allocazione degli investimenti negli anni 1999-2007, è emerso un modello di crescita fragile, basato su investimenti in settori non adeguati per consentire il rafforzamento della struttura produttiva nei paesi periferici, tale da poter affrontare gli effetti della crisi finanziaria globale.

Dopo aver dimostrato quindi la crucialità degli investimenti e la necessità di un'allocazione efficiente delle risorse emerse nel primo periodo di vita dell'area euro (1999-2007), è stata esaminata la fase di risposta alla crisi finanziaria (2008-2013), caratterizzata da problematiche

relative agli investimenti sia in termini quantitativi, sia in termini qualitativi, facendo emergere la necessità di un'iniziativa volta a risollevare gli investimenti in Europa. Il Piano Juncker, sulla base di queste premesse, si è dimostrato una risposta di policy adeguata in quanto: a) pone come elemento centrale della sua azione la mobilitazione di investimenti in tutta l'Unione europea; b) rappresenta un'azione comune volta all'allocazione degli investimenti in settori strategici; c) si pone in una cornice caratterizzata da un basso tasso degli investimenti, che è da considerare una delle principali cause della debolezza della ripresa economica, e incide negativamente sull'occupazione, sulla crescita e sulla competitività.

Dopo aver sottolineato la ragionevolezza delle motivazioni che hanno portato alla nascita del Piano Juncker, il secondo capitolo ne ha analizzato le principali componenti, al fine di valutarne le potenzialità e i possibili limiti collegati alla sua implementazione. Partendo dall'analisi dei tre pilastri su cui si basa il Piano, è stata analizzata la sua struttura operativa.

In particolare, ne è emerso: a) la crucialità del Fondo strategico per gli investimenti (FEIS) quale strumento innovativo che, attraverso la sua funzione di protezione creditizia, permette di aumentare la capacità di rischio attraverso l'utilizzo di fondi pubblici, al fine di incoraggiare i promotori dei progetti e attirare finanziamenti privati a favore di progetti di investimento validi che altrimenti non potrebbero essere realizzati, consentendo realisticamente il raggiungimento della cifra-obiettivo (315 miliardi di euro nel triennio 2015-2018); b) la complessità della sua *governance*, rafforzata dall'*expertise* proveniente dalla partecipazione congiunta della Commissione europea e della BEI quali partner strategici; c) la crucialità del Polo di consulenza e del Portale per gli investimenti quali iniziative mirate per consentire che gli investimenti si traducano concretamente in investimenti addizionali effettivamente realizzati. Tali elementi hanno costituito le premesse per l'analisi delle iniziative concrete del FEIS, delle sue potenzialità e dei possibili limiti nell'implementazione del Piano: si è così dimostrata non solo la potenziale concretezza del raggiungimento degli obiettivi in termini quantitativi, ma anche la ragionevolezza della potenziale qualità degli investimenti mobilitati.

Il terzo capitolo ha risposto all'intento di valutare il Piano complessivamente fino ad oggi, esaminando i risultati raggiunti rispetto agli obiettivi preposti. In particolare, l'analisi è stata suddivisa in termini di: a) risultati quantitativi (*i.e* cifre conseguite); b) risultati qualitativi; c) impatto a livello macroeconomico nel breve periodo (*i.e* contributo all'incidenza degli investimenti sul PIL, incremento dell'occupazione e del tasso di crescita). Ne è emerso che a un anno dal suo varo, il FEIS ha ottenuto ottimi risultati in termini di mobilitazione di investimenti aggiuntivi in numerosi settori e stati membri. Tuttavia, nonostante i dati relativi al primo anno di operatività

abbiano espresso concretamente le potenzialità del Piano Juncker, sono stati rilevate alcune criticità dal punto di vista qualitativo, e in particolare relativamente ad un'eccessiva concentrazione territoriale e settoriale degli investimenti, a criticità in termini di addizionalità e di limiti nel sistema di *governance*. Sulla base di tali risultati, il FEIS è stato esteso (il cd. "FEIS 2.0") sia in relazione alla sua durata (fino al 2020), sia in termini di volume (con investimenti attesi fino a 500 miliardi di euro), introducendo inoltre elementi volti al rafforzamento delle criticità riscontrate nella sua prima fase di operatività. I risultati complessivi ottenuti fino ad oggi, hanno confermato un trend positivo nella mobilitazione di investimenti aggiuntivi, raggiungendo nel luglio 2018 l'obiettivo originario dei 315 miliardi di euro. Inoltre, l'analisi del livello degli investimenti in relazione al PIL, ha dimostrato che il Piano ha contribuito significativamente a colmare il *gap* di investimenti precedente alla crisi, nonostante gli investimenti non siano tornati ai livelli precedenti alla crisi finanziaria e internazionale.

Sulla base di tali premesse, la Commissione europea, nel contesto del *Multiannual Macroeconomic Framework (MMF)* 2021-2027, ha avanzato la proposta per l'istituzione di un nuovo programma di finanziamenti per l'Unione europea, denominato InvestEU, che accorperà i molteplici strumenti finanziari attualmente disponibili per sostenere gli investimenti. Dall'analisi della proposta legislativa di tale nuovo Piano di finanziamento agli investimenti, ne emerge un nuovo modello che rappresenta un compromesso tra innovazione ed esperienza pregressa: nonostante ricalchi molti degli elementi del Piano Juncker (come i meccanismi di leva finanziaria che consentiranno di attirare investimenti sulla base dell'esperienza vincente del FEIS), il programma InvestEU introduce elementi che riflettono il superamento dei limiti evidenziati in precedenza dal suo predecessore.

Naturalmente, occorrerà attendere ancora del tempo prima di poter fornire un'analisi esaustiva delle potenzialità rappresentate del Piano InvestEU (ancora in corso di discussione nell'ambito del MMF da parte delle istituzioni europee), e al contempo di delineare l'impatto del Piano Juncker: per quanto riguarda il primo, sarà necessario attendere innanzitutto le elezioni europee di maggio 2019 al fine di poter analizzare le *policy* future in relazione agli investimenti nell'Unione europea; per ciò che concerne il secondo, sarà invece doveroso attendere l'impatto di lungo termine degli investimenti mobilitati dal Piano Juncker per poterne valutare complessivamente ed esaustivamente i risultati, che richiederanno ulteriori approfondimenti.

Tuttavia, è possibile concludere che il Piano Juncker ha costituito una forte risposta aggregata da parte delle istituzioni europee alle carenze relative agli investimenti nell'area euro e nell'Unione europea in seguito alla crisi finanziaria internazionale. Sebbene l'iniziale scetticismo, non solo i risultati ottenuti dal Piano hanno mostrato la concretezza dell'azione del FEIS in termini

quantitativi a livello di investimenti mobilitati, ma hanno inoltre contribuito a costruire fiducia verso un modello innovativo che consente di rilanciare gli investimenti, la crescita e l'occupazione in Europa, "facendo meno con più".

Bibliografia

AHEARNE A., SCHMITZ B., VON HAGEN J. (2007), *Current account imbalances in the Euro Area*, Bruegel Institute, Brussels.

BASSANINI F., REVIGLIO E. (2013), *European Institutions and the Crisis: Investing to grow and compete, Prove di Europa unita: le istituzioni europee alla prova della crisi*, Passigli Editori, Firenze.

BLANCHARD O., GIAVAZZI F. (2002), *Current account deficits in the Euro Area. The end of the Feldstein Horioka Puzzle?*, MIT Department of Economics, Working Paper No. 03-05.

BONATTI L. (2016), *Investimenti e crescita in Europa*, in *Il Piano Junkcer per l'Europa in crisi, verso l'industria verde 4.0 e crescita verde?*, a cura di Paganetto L., Eurilink, Roma.

BORIO C., DISYATAT P. (2011), *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Paper No. 346.

BURDA M., WYPLOSZ C. (2013), *Macroeconomics: a European Text*, Sixth Edition, Oxford University Press, 2013, Oxford; Edizione italiana a cura di L. Carbonari e M. Messori, *Macroeconomia: un'analisi europea*, Egea, 2014, Milano.

CANOFARI P., ESPOSITO P., MESSORI M., MILANI C. (2015), *In search of a new equilibrium. Economic imbalances in the Eurozone*, Edizioni nuova cultura, IAI, Roma.

CLAEYS G., SAPIR A., WOLFF B. (2014), *Juncker's investment plan: No risk – no return*, Bruegel blog post, Novembre 2014, Brussels.

CLAYES G., LEANDRO A. (2016), *The Juncker plan needs to be turned on its head*, Bruegel blogpost, July 2016, Brussels.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, EUROPEAN PARLIAMENT (2015), Regulation (UE) 2015/1017, *on the European Fund for Strategic Investments, the European Investment Advisory Hub and the European Investment Project Portal*, June 2015, Brussels.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, EUROPEAN PARLIAMENT (2017), Regulation (UE) 2017/2396, *for the extension of the duration of the European Fund for Strategic Investments as well as the introduction of technical enhancements for that Fund and the European Investment Advisory Hub*, December 2017, Brussels.

DE GRAUWE P. (2013), *Economia dell'Unione monetaria*, Il Mulino, Collana Manuali, Roma, 2013.

DEL HOJO J., DORRUCCI E., HEINZ F., MUZIKAROVA S., (2017), *Real convergence in the euro area: a long-term perspective*, European Central Bank, Occasional paper series No. 203.

EIB (2016), *Evaluation of the functioning of the European Fund for Strategic Investments*, Operations evaluation, October 2016.

EIB (2018a), *Assessing the macroeconomic impact of the EIB Group*, *Impact Studies*, June 2018.

EIB (2018b), *Evaluation of the European Fund for Strategic Investments*, Operations evaluation, June 2018.

EIB (2018c), *Investment Report 2018/2019: Retooling Europe's Economy*, November 2018.

EIB, EUROPEAN COMMISSION, MEMBER STATES (2014), *Final report of the Special Task Force on Investment in the EU*, December 2014.

ERNST & YOUNG (2016), *Ad-hoc audit of the application of the Regulation 2015/1017*, Final Report, November 2016.

ESPOSITO P. (2015), *Trade (dis)integration and Imbalances in the EMU*, Luiss School of European Political Economy, Working paper n.7/2015.

ESPOSITO P., MESSORI M. (2016), *Improved structural competitiveness or deep recession?*, Luiss School of European Political Economy, Working paper No. 3/2016, Roma.

EUROPEAN COMMISSION (2014a), *An investment plan for Europe*, Communication from the Commission, COM (2014)903, November 2014, Brussels.

EUROPEAN COMMISSION (2014b), *European economic Forecasts*, Autumn 2014.

EUROPEAN COMMISSION (2015a), *Making best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact*, Communication from the Commission, COM(2015)012, January 2015, Brussels.

EUROPEAN COMMISSION (2015b), *Working together for jobs and growth: The role of National Promotional Banks (NPBs) in supporting the Investment Plan for Europe*, Communication from the Commission, COM (2015)361, July 2015, Brussels.

EUROPEAN COMMISSION (2016a), *Europe investing again: taking stock of the Investment Plan for Europe and next steps*, Communication from the Commission, COM(2016) 359, June 2016, Brussels.

EUROPEAN COMMISSION (2016b), *European Economic Forecasts*, Institutional Paper 025, May 2016.

EUROPEAN COMMISSION (2016c), *The extension of the duration of the European Fund for Strategic Investments as well as the introduction of technical enhancements for that Fund and the European Investment Advisory Hub*, Proposal for a Regulation of the Parliament and of the Council, COM(2016) 597, September 2016.

EUROPEAN COMMISSION (2016d), *The investment plan for Europe: state of play*, May 2015, Brussels.

EUROPEAN COMMISSION (2017), *Reflection paper on the future of EU finances*, COM(2017) 358, June 2017, Brussels.

EUROPEAN COMMISSION (2018a), *Impact assessment*, Staff Working Document SWD(2018) 314, June 2018.

EUROPEAN COMMISSION (2018b), *Proposal for a Regulation establishing the InvestEU programme*, COM (2018) 439, June 2018, Brussels.

- EUROPEAN COMMISSION (2018c), *Evaluation of the European Fund for Strategic Investments, of the European Investment Advisory Hub, and of the European Investment Project Portal*, Staff Working Document, SWD(2018) 316, June 2018.
- EUROPEAN COUNCIL (2014), *European Council Conclusions*, EUCO 79/14, July 2014.
- EUROPEAN COUNCIL (2016), *European Council Conclusions*, EUCO 26/16, 28 June 2016.
- EUROPEAN COURT OF AUDITORS (2016), *FEIS: una proposta prematura di estensione ed espansione*, Parere n. 2/2016.
- EUROPEAN COURT OF AUDITORS (2019), *Fondo europeo per gli investimenti strategici: sono necessari interventi per la piena riuscita del FEIS*, Relazione speciale, Gennaio 2019.
- EUROPEAN UNION (2016), *European structural and investment funds and European fund for strategic investments complementarities, ensuring coordination, synergies and complementarity*, February 2016, Brussels.
- GARONNA P., REVIGLIO E. (2015), *Investing in the Long term; Europe, the Juncker Plan and the role of national promotional banks*, Luiss University Press, Roma.
- GIAVAZZI F., SPAVENTA L. (2010), *Why the current account may matter in a monetary union, Lessons from the Financial crisis in the Euro area*, Cambridge University Press.
- GROS D. (2012), *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or Cause of the Crisis?*, CEPS, Policy Brief No. 266.
- GROS D. (2014a), *Investment as a key to recovery the euro area?* CEPS, Policy Brief No. 326.
- GROS D. (2014b), *The Juncker Plan: from €21 to €315 billion, through smoke and mirrors*, CEPS Commentary, November 2014.
- ICF (2018), *Independent Evaluation of the EFSI Regulation*, June 2018.
- INGRAM J. C. (1973), *The case for European monetary integration*, Princeton University, Essays in international Finance No.98.
- JAUMOTTE F., SODSRIWIBOON P. (2010), *Current account imbalances in the Southern Euro Area*, International Monetary Fund, IMF Working paper, WP/10/139.
- JORDA O., SCHULARICK M., TAYLOR A. (2011), *Financial crisis, credit booms, and External imbalances: 140 years of lessons*, International Monetary Found, IMF Economic review Vol.59 No.2.
- LANE P., PELS B. (2012), *Current account imbalances in Europe*, CEPR discussion paper, No.8958.
- MARENGO U. (2015), *Il Piano Juncker per gli investimenti: potenzialità e problemi di implementazione*, Istituto Affari Internazionali, Documento 15/12, Luglio 2015, Roma.
- MERLER S., PISANI-FERRY J. (2012), *Sudden Stops in the Euro Area*, Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/06.

PENNISI G. (2015), *Il Piano Juncker: politiche e criteri di investimento per le infrastrutture*, in *Il Piano Juncker per l'Europa in crisi, verso l'industria verde 4.0 e crescita verde?*, a cura di Paganetto L., Eurilink, Roma.

RUBIO E., VIREL R. (2018), *InvestEU fund: a rebrended Juncker Fund?*, Jacques Delors Institute, Policy Brief, September 2018.

SOLE 24 ORE (2015), “*Piano Juncker, Padoan: dall'Italia 8 miliardi tramite CdP, obiettivo infrastrutture e PMI*”, 10 marzo 2015.

VEUGELERS R. (2014), *The Achille's heel of Juncker's investment plan*, Bruegel blog post, November 2014, Brussels.

WRUUCK P. (2016), *Promoting investment in Europe: where do we stand with the Juncker Plan?* Deutsche Bank Research Briefing, July 2016, Frankfurt.

Sitografia

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-984_en.htm

http://www.academia.edu/37342457/I_bracci_operativi_del_Piano_Juncker_BEI_e_FEI

http://www.eib.org/attachments/ev/ev_evaluation_efsi_en.pdf

http://www.eib.org/attachments/strategies/efsi_steering_board_efsi_strategic_orientation_en.pdf

http://www.eib.org/attachments/strategies/efsi_steering_board_rules_applicable_to_operations_with_investment_platforms_and_npbs_or_institutions_en.pdf

http://www.eib.org/attachments/strategies/efsi_steering_board_rules_applicable_to_operations_with_investment_platforms_and_npbs_or_institutions_en.pdf

<http://www.eib.org/en/about/partners/npbis/index.htm>

<http://www.eib.org/en/efsi/how-does-a-project-get-efsi-financing/index.htm>

<http://www.eib.org/en/projects/pipelines/pipeline/20140293>

<http://www.eib.org/en/projects/pipelines/pipeline/20150115>

<https://data.worldbank.org/>

https://ec.europa.eu/commission/priorities/jobs-growth-and-investment/investment-plan-europe-juncker-plan/investment-plan-results_en

https://ec.europa.eu/commission/publications/how-set-efsi-investment-platform_en

https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/ey-report-on-efsi_en.pdf

https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/factsheet1-why_en.pdf

https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/investeu_singlemarket_third_pillar_09012019.pdf

https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/investment_plan_booklet_en.pdf

https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/juncker-political-guidelines-speech_en.pdf

<https://ec.europa.eu/eurostat>

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/macro-economic-database-ameco/ameco-database_en

https://ec.europa.eu/regional_policy/en/policy/how/improving-investment/high-level-group-simplification/

<https://www.cdp.it/clienti/government-pa/iniziativa-piano-juncker/iniziativa-piano-juncker.kl>

<https://www.eesc.europa.eu/resources/docs/jean-claude-juncker---political-guidelines.pdf>

<https://www.imf.org/en/Data>

<https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf>

Il Piano Juncker come risposta alle fragilità degli investimenti in Europa

Riassunto

La presente trattazione si pone l'obiettivo di analizzare il Piano di investimenti per l'Europa (il cd. "Piano Juncker") quale risposta di *policy* alle fragilità rilevate negli investimenti nel contesto europeo in seguito alla crisi finanziaria internazionale. Il Piano, proposto dall'allora neo-eletto Presidente della Commissione europea a novembre 2014 è nato nell'intento di fornire una soluzione alla carenza degli investimenti nell'area euro e nell'Unione europea sia in termini quantitativi che qualitativi.

Il Piano ha rappresentato non solo un segnale forte da parte delle istituzioni europee come riposta aggregata alle fragilità rilevate in termini di investimenti, ma ha anche costituito un modello di finanziamento agli investimenti innovativo, che, se vincente, potrebbe rappresentare un modello virtuoso per stimolare gli investimenti in Europa anche in futuro. Nonostante il suo impatto non possa essere valutato in termini complessivi, appare utile analizzare tale ambizioso Piano di finanziamento agli investimenti fornendone una valutazione *in itinere* relativamente ai risultati ottenuti fino ad oggi, attraverso l'esame: i) delle premesse che hanno motivato l'iniziativa; b) delle sue principali componenti ed il suo funzionamento; c) dei risultati ottenuti complessivamente fino ad oggi.

In particolare, tale elaborato è suddiviso in tre capitoli. Il primo capitolo esplora le premesse che hanno portato le istituzioni europee ad intraprendere la scelta di creare un Piano comune in Europa, considerando centrale la tematica relativa agli investimenti in Europa; il secondo capitolo fornisce un'analisi approfondita del Piano Juncker, attraverso lo studio della sua struttura operativa, declinata sia in termini di potenzialità offerte, sia in termini di possibili limiti di implementazione; infine, il terzo capitolo esaminerà i risultati ottenuti fino ad oggi dal Piano, sia in termini quantitativi (*i.e* le cifre ottenute), sia in termini qualitativi (*i.e* la qualità degli investimenti mobilitati), al fine di fornire una panoramica degli obiettivi raggiunti.

Il primo capitolo, partendo dall'analisi di un dato contabile significativo, ovvero gli squilibri nelle partite correnti degli stati membri dell'area euro, ha l'obiettivo far emergere le problematiche relative agli investimenti precedenti alla crisi finanziaria internazionali. In particolare, attraverso

l'analisi dei primi anni di vita dell'area euro, suddividendoli in due fasi, una precedente alla crisi (1999-2007) ed una di risposta ad essa (2008-2013), si desidera dimostrare: a) il ruolo cruciale degli investimenti per un processo di crescita robusto e per un auspicabile processo di convergenza tra stati; b) l'esigenza di un'allocazione adeguata degli investimenti; c) la rilevanza delle carenze degli investimenti nell'area euro e nell'Unione europea negli anni successivi alla crisi.

Analizzando la prima fase di vita dell'area euro, emerge la crucialità degli investimenti: partendo dall'analisi del conto delle partite correnti degli stati membri, si dimostra l'esistenza di un collegamento virtuoso tra investimenti e crescita. I primi anni di vita dell'area euro sono stati caratterizzati da un aumento degli squilibri delle partite correnti e, in particolare, si osserva una dicotomia tra stati membri periferici (Grecia, Irlanda, Italia, Spagna, Portogallo) che registrano squilibri significativi, e stati membri *core* (Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Lussemburgo, Paesi Bassi), che al contrario presentano squilibri positivi e crescenti delle partite correnti. Fino alla crisi finanziaria internazionale, la presenza e lo sviluppo di squilibri e l'evidente dicotomia tra paesi periferici e paesi centrali non erano considerati allarmanti poiché i paesi periferici, oltre ad essere caratterizzati da squilibri, registravano alti tassi di crescita: infatti, partendo dall'identità contabile fondamentale e dall'equilibrio del mercato dei beni, si argomenterà che in presenza di disavanzi nelle partite correnti, gli investimenti saranno superiori ai risparmi e l'investimento addizionale sarà finanziato attraverso prestiti provenienti dall'estero.

Questo è ciò che accade nell'area euro tra paesi centrali e paesi periferici nella prima fase: gli squilibri nelle partite correnti di questi ultimi vengono compensati attraverso gli afflussi provenienti dai paesi centrali (che presentano invece avanzi e un eccesso di risparmio); i flussi finanziari compensativi provenienti dai paesi *core* consentono ai paesi periferici di finanziare investimenti nazionali aggiuntivi e, in tal modo, di crescere ad una velocità più elevata rispetto ai paesi centrali. Tale quadro, corredato da una posizione esterna dell'area euro in equilibrio nel suo insieme, i) ha dimostrato l'esistenza di un collegamento virtuoso tra investimenti e crescita; b) sembrava costituire l'evidenza empirica di un modello virtuoso di convergenza tra sistemi economici degli stati membri. Tuttavia, un aumento dei tassi di investimenti costituisce una condizione necessaria ma non sufficiente per una crescita robusta e sostenibile nel lungo periodo: la veridicità di tale affermazione sarà dimostrata attraverso l'analisi degli effetti della crisi finanziaria internazionale sui paesi periferici (2008-2013). Lo scoppio della crisi ha palesato il modello di crescita distorto che soggiaceva nel modello di convergenza, rivelando l'inadeguatezza degli investimenti effettuati nella prima fase di vita dell'area euro (1999-2007) da parte dei paesi periferici: il capitale proveniente dai flussi finanziari dai paesi *core*, è stato allocato in settori non produttivi (e.g il settore immobiliare), creando un modello basato su *asset bubbles* (e.g in Spagna) e dipendenza da capitale estero. Infatti,

quando la crisi finanziaria internazionale si è trasformata in crisi reale dell'economia, colpendo l'area euro tra il 2008 e il 2013, ha reso evidente la fragilità della qualità degli investimenti nei paesi periferici: tali paesi si sono scoperti impotenti nel fronteggiarla, a causa di investimenti inefficienti e distorsivi, che non hanno permesso di affrontare la crisi attraverso una struttura produttiva rafforzata da circa dieci anni di investimenti adeguati e da più alti livelli di competitività. Per uscire da una situazione insostenibile di squilibrio nelle partite correnti non più compensata da afflussi finanziari, i paesi periferici hanno effettuato una deflazione interna che ha comportato una brusca interruzione della precedente e ormai insostenibile crescita economica e la conseguente caduta in recessione. Se la prima fase di vita dell'area euro (1999-2007) è stata caratterizzata da elementi di fragilità relativi a carenze nella qualità degli investimenti provenienti da un'allocazione inefficiente di questi ultimi, nella seconda fase di risposta alla crisi (2008-2013) si è registrato un elevato calo del livello degli investimenti, con problematiche associate alla quantità degli stessi. Con l'uscita dalla recessione nella terza fase, l'area euro, e in particolare i paesi periferici, hanno registrato tuttavia persistenti problematiche relative alla quantità e fragilità associate alla qualità degli investimenti.

In tale cornice si inserisce la proposta di autunno 2014, presentata dall'allora neo-eletto Presidente della Commissione europea Jean-Claude Juncker: l'obiettivo è quello di fornire una risposta aggregata alle carenze degli investimenti sia in termini quantitativi sia in termini qualitativi, attraverso la creazione di un Piano di investimenti per l'Europa, con l'obiettivo di mobilitare almeno 315 miliardi di euro nel triennio tra il 2015 e il 2018.

In definitiva, data l'analisi dei primi anni di vita dell'euro (partendo dagli squilibri nelle partite correnti degli stati membri, che rispecchiavano le dinamiche tra stati centrali e periferici dell'area euro, e quindi i flussi compensativi che finanziavano gli investimenti e una crescita, rivelatasi poi illusoria) il primo capitolo vuole dimostrare l'adeguatezza e la necessità della scelta di *policy* della nuova *governance* europea di creare un Piano per gli investimenti in Europa. In particolare, se i primi anni di vita dell'area euro hanno mostrato la crucialità degli investimenti, gli anni successivi alla crisi finanziaria internazionale hanno reso evidente l'importanza di un'allocazione efficiente degli stessi, affinché permettano di rafforzare la struttura produttiva dei paesi e consentano una crescita robusta e sostenibile.

Se tali le premesse appaiono sufficienti per poter comprendere la necessità di intraprendere un'azione per il rilancio degli investimenti, appare allo stesso tempo doveroso analizzare anche le modalità di implementazione del Piano Juncker, per comprendere se questa nuova iniziativa di *policy* abbia effettivamente portato alla concreta realizzazione degli obiettivi prefissati: ciò sarà oggetto del secondo capitolo.

Il secondo capitolo si preme di esaminare il Piano Juncker attraverso l'analisi della sua struttura operativa, le potenzialità e i limiti di implementazione. Attraverso l'esame della sua struttura, emerge un disegno complesso e al contempo ambizioso. Il Piano è articolato su tre pilastri: i) la mobilitazione di almeno 315 miliardi di euro di investimenti aggiuntivi nel triennio 2015-2018, al fine di massimizzare l'impatto delle risorse pubbliche e sbloccare gli investimenti privati attraverso la creazione del Fondo strategico per gli investimenti (FEIS); ii) iniziative mirate per garantire che questi investimenti si traducano in investimenti addizionali ed effettivamente realizzati, attraverso la creazione di un Polo di consulenza europeo sugli investimenti (PECI) e un Portale dei progetti di investimento europei (PPIE); iii) azioni volte ad eliminare gli ostacoli agli investimenti al fine di moltiplicare gli effetti del Piano, rendendo l'Europa più attraente dal punto di vista degli investimenti. In riferimento ai primi due obiettivi strategici, il Piano viene varato congiuntamente dalla Commissione europea e dalla Banca europea per gli investimenti (BEI); il terzo pilastro indica interventi auspicabili mediante uno sforzo congiunto delle istituzioni europee insieme agli stati membri. L'elemento chiave del funzionamento del Piano risiede nel suo primo pilastro: il FEIS rappresenta il nucleo operativo che, attraverso la sua funzione di protezione creditizia, permette di aumentare la capacità di rischio attraverso l'utilizzo di fondi pubblici, al fine di incoraggiare i promotori dei progetti e attirare finanziamenti privati a favore di progetti di investimenti validi che altrimenti non potrebbero essere realizzati.

Il Fondo sostiene i progetti di investimento in settori chiave e copre il rischio associato ai finanziamenti a lungo termine, agevolandone l'accesso per le imprese. In particolare, le risorse sono indirizzate verso cinque ambiti principali d'intervento: infrastrutture, ricerca, sviluppo e innovazione; investimenti in educazione, formazione, sanità; sviluppo e modernizzazione del settore dell'energia, delle rinnovabili e dell'efficienza energetica; supporto finanziario per le piccole e medie imprese (PMI) e le imprese a media capitalizzazione (mid-cap). Il Piano si basa su un meccanismo complesso di leva finanziaria (1:15) che consente di trasformare una capacità iniziale di 21 miliardi di euro (provenienti dalla garanzia di bilancio dell'Unione europea e dal capitale della BEI) in circa 315 miliardi di investimenti aggiuntivi. I 21 miliardi inizialmente stanziati da Commissione europea e BEI per la creazione del FEIS attivano due finestre: la prima finestra è costituita da 16 miliardi di euro, gestiti dalla BEI e dedicati a finanziamenti per infrastrutture e innovazione (*Investment and Infrastructure Window, IIW*); la seconda finestra è costituita dai restanti 5 miliardi di euro, gestiti invece dalla BEI insieme al Fondo per gli investimenti europei (FEI), allo scopo di finanziare fondi di fondi e *venture capital* specializzati nel finanziamento delle PMI e delle imprese a media capitalizzazione (*Small and Medium Enterprises Window, SMEW*).

Per la finestra “infrastrutture e investimenti” si ha a disposizione un budget iniziale di 16 miliardi di euro: grazie alla garanzia del FEIS è possibile avere un finanziamento offerto di circa 49 miliardi di euro, attraverso prodotti come i debiti senior a lungo termine, garanzie per progetti a rischio maggiore, prestiti subordinati, *equity* o quasi *equity*. Per quanto riguarda i 5 miliardi di euro stanziati a fondo di garanzia per le PMI e le mid-cap, si stima che i finanziamenti offerti aggiuntivi raggiungano circa 12 miliardi di euro, attraverso *venture capital*, garanzie, cartolarizzazioni e *growth finance*. La funzione del fondo di protezione creditizia per le nuove attività della BEI e del FEI più rischiose permette che i 21 miliardi di euro inizialmente stanziati dalla Commissione europea e dalla BEI vengano trasformati in finanziamenti aggiuntivi offerti attraverso diversi prodotti relativi alle due finestre. Tale meccanismo è basato sulla funzione del FEIS, che può operare: a) attraverso un’azione diretta; b) attraverso la concessione di garanzie che aprono la strada a iniziative di altri intermediari finanziari. Un ruolo estremamente rilevante è svolto dalle Banche di promozione nazionali e dalle piattaforme di investimento.

Inoltre, al fine di garantire che gli investimenti si traducano concretamente in investimenti addizionali, un ruolo significativo è svolto dal secondo pilastro del Piano: il Polo di consulenza europeo offre un supporto potenziato allo sviluppo e alla preparazione di progetti in tutta l’Unione europea, fungendo da “sportello unico” per gli investitori e i promotori di progetti alla ricerca di consulenza sui progetti di investimento e il loro funzionamento, al fine di semplificare le eventuali complessità e di permettere ai promotori dei progetti di concretare e ampliare le potenzialità e la bancabilità dei progetti; il Portale dei progetti di investimento, costituisce una banca dati in cui figurano i progetti di investimenti attuali e futuri nell’Unione, favorendo la possibilità per i promotori di rendere visibili i progetti, e agevola la ricerca di investitori.

Sulla base di tale struttura operativa, sono emerse le potenzialità del Piano, e in particolare in riferimento a: a) la crucialità del FEIS, quale strumento innovativo per mobilitare investimenti aggiuntivi in tutta l’Unione europea; b) la complessità della sua *governance*, rafforzata dall’*expertise* proveniente dalla partecipazione congiunta della Commissione europea e dalla BEI rispettivamente a livello strategico e a livello operativo; c) la crucialità del secondo pilastro quali iniziative mirate a rafforzare la qualità degli investimenti mobilitati. Nonostante tali evidenti potenzialità, in seguito alla Proposta da parte della Commissione europea nel novembre 2014, sono emerse numerose perplessità, relative all’effettivo realismo delle cifre attese e alla qualità degli investimenti mobilitati: sebbene i risultati abbiano eliminato i dubbi relativi al primo elemento di possibile criticità, essi non hanno al contempo mostrato un superamento complessivo dei possibili limiti in termini quantitativi, come emerge dall’analisi oggetto del terzo capitolo.

Nonostante non sia possibile analizzare l'impatto complessivo del Piano, il terzo capitolo mira a offrire una valutazione dei risultati raggiunti fino a oggi dal Piano nel rispetto dei suoi obiettivi, a) in termini quantitativi; b) in termini qualitativi; c) in relazione agli aspetti macroeconomici, quali il suo contributo sul tasso di investimenti, l'occupazione e la crescita degli stati membri e dell'Unione europea a livello aggregato.

Le potenzialità e limiti emersi dall'analisi della proposta legislativa del Piano si sono effettivamente concretate nella sua attuazione. Infatti, sin dal suo primo anno di operatività (il varo è avvenuto nel luglio 2015), il FEIS ha permesso la mobilitazione di un elevato numero di investimenti, realizzando le aspettative delle istituzioni europee. Le operazioni del Fondo hanno coperto un elevato numero di stati membri e allo stesso tempo di settori strategici. Nonostante ciò, sono emerse anche criticità, relativamente ad un'eccessiva concentrazione geografica e settoriale, alla debolezza in merito alla reale addizionalità dei progetti, e dubbi rispetto alla *governance* del FEIS, in relazione alla selezione dei progetti. Sulla base di tali risultati complessivamente positivi, emersi dall'analisi delle due valutazioni effettuate rispettivamente dalla Commissione e dalla BEI e di una valutazione indipendente effettuata da una società internazionale di revisione contabile, le istituzioni europee hanno esteso l'operatività del FEIS (cd. "FEIS 2.0"), sia in termini di volume e di durata (la nuova cifra-obiettivo corrisponde ad almeno 500 miliardi di euro da mobilitare entro il 2020), ma anche attraverso il rafforzamento degli elementi critici rilevati durante la prima fase di attuazione.

La seconda fase di implementazione del Piano fino ad oggi ha confermato l'andamento positivo in termini quantitativi, di cui l'emblema è rappresentato dalla tappa fondamentale raggiunta nel luglio 2018, ovvero il raggiungimento e il superamento dell'originaria cifra-obiettivo dei 315 miliardi di euro prevista nel triennio 2015-2018. Nonostante permangano alcune criticità relative alla concentrazione geografica e settoriale, e dubbi relativi all'effettiva addizionalità dei progetti realizzati, il Piano sembra tuttavia aver contribuito in modo positivo nel rispondere alle carenze degli investimenti in Europa sia a livello quantitativo, sia a livello qualitativo.

Infatti, sulla base dell'analisi dei dati macroeconomici, è emerso il contributo significativo del Piano nel colmare il *gap* di investimenti presente negli anni successivi alla crisi finanziaria. Infatti, attraverso l'esame del tasso di incidenza degli investimenti sul PIL nell'area euro e nell'Unione europea a livello aggregato, ne risulta un miglioramento complessivo. Tuttavia, la recente accelerazione del tasso di investimenti non ha contribuito a riportare gli investimenti ai livelli precedenti alla crisi.

Tale analisi evidenzia che: a) il Piano Juncker ha fornito una risposta aggregata significativa per rispondere alle carenze registrate sia a livello quantitativo, sia a livello qualitativo nell'area euro e nell'Unione europea nel suo insieme; b) i risultati registrati fino ad oggi hanno risposto in modo

positivo agli obiettivi prefissati in origine; c) il FEIS, insieme agli strumenti di supporto che costituiscono il secondo pilastro del Piano, ha costituito uno strumento innovativo volto al raggiungimento di risultati concreti; d) emerge la necessità di migliorare alcuni elementi relativi alla qualità degli investimenti, al fine di poter fornire un'allocazione degli investimenti equilibrata in tutti gli stati membri e in tutti i settori; e) il Piano ha contribuito a colmare il *gap* di investimenti registrato successivamente alla crisi finanziaria internazionale; f) tuttavia, è ancora necessario un impegno volto al rafforzamento degli investimenti in Europa poiché i livelli registrati sono ancora al di sotto dei livelli pre-crisi.

Alla luce di tale panoramica che riflette i risultati positivi ottenuti dal Piano Juncker e le criticità riscontrate nella sua implementazione, nel giugno 2018 la Commissione europea ha avanzato la proposta relativa alla creazione di un nuovo Piano di finanziamento agli investimenti nell'ambito del *Multiannual Macroeconomic Framework* (MFF) 2021-2027: il programma InvestEU. Tale iniziativa riflette la volontà di continuare a perseguire l'obiettivo del superamento delle carenze degli investimenti rilevate, sebbene in un contesto parzialmente migliore, attraverso la creazione di un nuovo Fondo costruito sulla base del modello vincente del FEIS, e rafforzato sulla base dell'esperienza proveniente dai suoi primi anni di operatività. Sebbene sia prematuro esprimere un giudizio sulla nuova proposta della Commissione europea, appare utile offrire una panoramica, attraverso un'analisi principali elementi in un'ottica di confronto con il Piano Juncker al fine di poterne comprendere le eventuali potenzialità, criticità e gli elementi che costituiscono oggetto di rafforzamento. Il nuovo Piano accorperà i molteplici strumenti finanziari attualmente disponibili al fine di sostenere gli investimenti, attraverso la creazione di un Fondo (il Fondo InvestEU) costruito sulla base dei meccanismi di leva finanziaria provenienti dall'esperienza vincente del FEIS.

Dall'analisi della proposta legislativa di tale nuovo Piano, ne emerge un nuovo modello che rappresenta un compromesso tra innovazione ed esperienza pregressa. Infatti, attraverso l'analisi della proposta del Piano InvestEU, è possibile comprendere anche gli elementi di forza e gli elementi di fragilità rilevati nei primi anni di implementazione dal Piano Juncker: nonostante ricalchi molti elementi del suo predecessore, il nuovo programma introduce elementi che riflettono il superamento dei limiti evidenziati in precedenza dal FEIS. In particolare, emerge la volontà di spostare la centralità degli obiettivi verso la qualità degli investimenti, riducendo l'attenzione verso gli obiettivi di tipo quantitativo: tale elemento di novità riflette la flessibilità del nuovo Piano nel rispondere ad un contesto degli investimenti diverso rispetto a quello affrontato dal Piano Juncker in seguito alla crisi finanziaria. Emerge quindi una maggiore attenzione verso obiettivi quali l'attenzione alla distribuzione geografica e settoriale, l'effetto di *crowding in*, l'addizionalità e la *governance*, riducendo la cifra-obiettivo relativa agli investimenti mobilitati attesi (si prevedono

investimenti mobilitati aggiuntivi pari a 650 miliardi di euro in sette anni, tra il 2021 e il 2027). In generale, il nuovo Piano sembra costituire un nuovo modello che rappresenta il giusto compromesso tra innovazione e esperienza pregressa.

Naturalmente, questo costituisce un giudizio non complessivo e forse affrettato: si dovranno attendere ancora alcune tappe importanti sia nel breve periodo, per confermare o smentire questa valutazione preliminare, sia nel medio-periodo, per poter stabilire se il nuovo Piano InvestEU costituisca un nuovo modello vincente, oppure un duplicato del Piano Juncker sia negli obiettivi raggiunti che nelle criticità manifestate.

Una tappa estremamente rilevante e necessaria è costituita dalle elezioni europee di Maggio 2019, che definiranno il nuovo assetto politico che indirizzerà le scelte di *policy* per i prossimi anni. In questo senso, anche le discussioni che riguardano gli investimenti e i piani di investimento per l'Europa saranno inevitabilmente influenzate da questo cambiamento: sarà dunque necessario attendere qualche mese al fine di poter comprendere se vi sarà una continuità con quanto realizzato e proposto finora, o se si cambierà direzione.

L'analisi svolta porta a trarre alcune conclusioni generali: 1) il Piano Juncker ha rappresentato un modello virtuoso nella risposta alle criticità in termini di investimenti riscontrate nel periodo successivo alla crisi e in particolare, considerate le necessità e i *gaps* in termini di finanziamenti, il funzionamento del FEIS si è dimostrato estremamente rilevante e significativo, dimostrando la possibilità di “*to do more with less*”; 2) nonostante i risultati positivamente raggiunti in termini quantitativi e i dati complessivamente incoraggianti a livello macroeconomico, il supporto agli investimenti appare ancora rilevante e necessario; 3) esistono ancora elementi di criticità (come la distribuzione geografica, l'addizionalità, la sovrapposizione tra fondi e la trasparenza) che necessiterebbero miglioramenti per poter permettere un impatto più efficace ed efficiente dei risultati ottenuti in termini quantitativi nell'implementazione del Piano Juncker, soprattutto nel lungo termine. Pertanto, saranno necessari sforzi ulteriori dopo il 2020 per portare gli investimenti al loro andamento sostenibile nel lungo periodo, con una particolare attenzione alle attuali ed emergenti priorità di *policy*.

Infatti, i livelli di investimento pubblico e privato attuali e quelli previsti per il futuro non soddisfano il fabbisogno di investimenti strutturali dell'Unione, fondamentale per il sostegno della crescita a lungo periodo, specialmente di fronte allo sviluppo tecnologico e alla competitività a livello mondiale, in particolare per quanto riguarda l'innovazione, le competenze, le infrastrutture, le piccole e medie imprese (PMI) e la necessità di affrontare sfide sociali cruciali, quali la sostenibilità e l'invecchiamento della popolazione. Appare quindi necessario un sostegno costante

per rimediare a fallimenti del mercato e a situazioni di investimento sub-ottimali, al fine di ridurre la carenza di investimenti in settori mirati, per realizzare gli obiettivi delle politiche dell'Unione.

In quest'ottica, il nuovo Piano InvestEU proposto dalla Commissione sembra inserirsi in modo positivo nell'attuale cornice economica europea. Si auspica quindi un accordo in tempi brevi sul bilancio complessivo dell'Unione europea, indispensabile al fine di assicurare che i fondi dell'UE consentano di ottenere risultati concreti il prima possibile. In caso di eventuali ritardi nel processo legislativo, potrebbe permanere un basso livello di investimenti pubblici e privati nell'UE, portando a conseguenze tangibili e concrete sulla crescita e l'occupazione negli stati membri. Un accordo sul MFF (2021-2027) nel 2019 sarebbe di fondamentale importanza: ciò consentirebbe una transizione agevole tra l'attuale MFF (2014-2020) e il nuovo bilancio, e tra il Piano Juncker e l'eventuale successore InvestEU, assicurando la prevedibilità e la continuità dei finanziamenti agli investimenti in Europa.