

GL *LRYHGu JHQQDLR

Sommario Rassegna Stampa

Pagina	Testata	Data	Titolo	Pag.
Rubrica Infrastrutture e costruzioni				
15	Il Sole 24 Ore	11/01/2024	<i>Così l'investimento in infrastrutture vince la prova di resilienza (S.Gatti)</i>	3
Rubrica Edilizia e Appalti Pubblici				
21	Italia Oggi	11/01/2024	<i>110%, remissioni per 156 mila (C.Bartelli)</i>	5
21	Italia Oggi	11/01/2024	<i>Se e' l'impresa a far perdere il Superbonus il giudice non puo' condannare l'appaltatore... (C.Angeli)</i>	6
Rubrica Sicurezza				
27	Italia Oggi	11/01/2024	<i>Europa, muro contro gli hacker (A.Ciccia Messina)</i>	7
Rubrica Altre professioni				
31	Italia Oggi	11/01/2024	<i>Cnf: elusa la legge delega sui magistrati fuori ruolo</i>	8
31	Italia Oggi	11/01/2024	<i>Int. a R.De Luca: Consulenti del lavoro da 45 anni (M.Longoni)</i>	9
Rubrica Estero				
6	Corriere della Sera	11/01/2024	<i>Il Piano Mattei ora e' legge. Cabina di regia a Palazzo Chigi</i>	10
Rubrica Fisco				
4	Il Sole 24 Ore	11/01/2024	<i>Crediti superbonus rimasti inutilizzati, flop del monitoraggio (G.Parente)</i>	11

Così l'investimento in infrastrutture vince la prova di resilienza

Scenari finanziari

Carlo Chiarella e Stefano Gatti

Il 2022 e il 2023 saranno ricordati come gli anni in cui anche gli investimenti alternativi, con in testa *private equity* e *venture capital*, hanno dovuto fare i conti con uno scenario macroeconomico e geopolitico particolarmente complesso. Dopo anni di politica monetaria fortemente espansiva che ha avuto come effetto conseguente il rialzo dei prezzi delle attività finanziarie e la compressione dei loro rendimenti, i mercati azionari, obbligazionari e degli *alternative investments* hanno dovuto loro malgrado sperimentare un aumento dell'inflazione e il conseguente aumento dei tassi di interesse che le Banche Centrali hanno utilizzato per stabilizzare la crescita dei prezzi. Ne è derivata una correzione importante dei prezzi delle attività finanziarie che in alcuni casi ha avuto effetti molto drammatici anche sul sistema creditizio, vedi il fallimento di Silicon Valley Bank negli Usa a fronte di minusvalenze rilevanti sul proprio portafoglio di titoli governativi a lungo termine.

In un dato momento, il valore di un'attività finanziaria è il valore attuale dei flussi di cassa che essa è in grado di produrre: è chiaro che l'aumento dell'inflazione attraverso l'aumento dei tassi di interesse nominali aumenta il rendimento richiesto dagli investitori e quindi il valore del tasso di sconto utilizzato per calcolare il valore attuale dell'*asset*. Più il tasso di sconto si alza, più il valore dell'*asset* ne risente.

L'effetto inverso tra aumento dei tassi e riduzione del valore delle attività finanziarie non è ovviamente uniforme. Molto dipende da quanto l'*asset* è in grado di assorbire l'inflazione e l'aumento dei tassi di interesse, ad esempio attraverso l'aumento dei propri ricavi o la riduzione dei propri costi operativi.

In questo quadro, nell'ambito della ricerca condotta in Università Bocconi con la *sponsorship* di Antin

Infrastructure Partners i cui risultati sono stati presentati durante il convegno dello scorso 5 ottobre, il comparto delle infrastrutture si caratterizza per essere un segmento degli investimenti alternativi che più di altre *asset classes* dimostra una significativa resilienza anche in scenari caratterizzati da una politica monetaria particolarmente restrittiva.

Le ragioni di questa capacità di difesa anche in presenza di condizioni macroeconomiche particolarmente avverse risiedono nelle caratteristiche stesse dell'*asset*:

1. Le infrastrutture offrono servizi essenziali alla collettività, con una domanda molto rigida e in grado quindi di assorbire rialzi di prezzo senza eccessivo calo della domanda;
2. In molti casi – pensiamo a infrastrutture nel settore elettrico con contratti di vendita a lungo termine con aziende forti consumatrici di energia – i ricavi sono predefiniti su un lungo orizzonte temporale e spesso rivisti per essere adeguati al cambio dei livelli di inflazione;
3. Nelle infrastrutture regolate i meccanismi tariffari prevedono un riconoscimento dell'inflazione ai fornitori dei servizi, consentendo

un recupero pressoché integrale della componente di perdita del potere d'acquisto;

4. Da ultimo, gli investitori tendono ad investire in questa *asset class* proprio in periodi in cui maggiore è la ricerca di protezione contro l'inflazione, riducendo il rendimento richiesto e limitando quindi l'effetto del tasso di sconto sul valore attuale dell'*asset*.

Diversi studi empirici in passato avevano dimostrato l'abilità delle infrastrutture private (cioè non quotate su mercati borsistici) di ottenere performance migliori rispetto al mercato azionario globale (rappresentato dall'indice Msci World) particolarmente in periodi di alta inflazione e bassa crescita, esattamente quelli che stiamo vivendo in questo momento storico. Si sapeva invece molto meno della relazione tra azioni di politica monetaria più o meno restrittiva e performance degli investimenti in infrastrutture, sia quotate sia non quotate.

Nel nostro lavoro, *Inflation, Monetary Policy and impacts on Infrastructure Prices*, abbiamo studiato, tra l'altro, la relazione tra rendimenti storici delle infrastrutture e diversi regimi di politica monetaria. Quanto ai primi, abbiamo considerato sia infrastrutture quotate, utilizzando gli indici prodotti da Glio-Global Listed Infrastructure Organization, sia quelle non quotate attraverso gli indici prodotti da Edhec Infra, Preqin e Msci Quarterly Private Infrastructure. Quanto ai regimi di politica monetaria, abbiamo analizzato le condotte delle banche centrali classificandole in neutrali (*neutral*), accomodanti (*dovish*) e restrittive (*hawkish*).

I risultati indicano in modo evidente una relazione diretta (si vedano i grafici) tra rendimenti storici e azioni di politica monetaria via via più restrittive. In altre parole, i rendimenti storici di investimenti in infrastrutture sono più alti quando la politica monetaria diviene più restrittiva, in linea con le caratteristiche difensive dell'*asset* che abbiamo elencato in precedenza. La relazione tra politiche monetarie restrittive e maggiori rendimenti storici viene confermata anche per le infrastrutture non quotate e per tutti i settori caratterizzati da un livello rilevante di regolazione settoriale (energia, acqua, comunicazioni e trasporti).

Non stupisce quindi che nel corso degli ultimi anni, l'appetito degli investitori per l'*asset class* infrastrutture non sia calato, a differenza di *assets* più volatili come il *private equity* o il *venture capital*. Tutto bene quindi?

In realtà questo periodo storico dovrebbe portare investitori ed *asset managers* a riflettere su possibili rischi attualmente non completamente scontati dal mercato. L'evidenza indica che un'inflazione in area 2-4% è facilmente traslabile sui ricavi, riducendo l'effetto negativo dell'aumento dei tassi di interesse. Se tuttavia, inflazione e tassi di interesse resteranno *higher for longer*, come Fed e Bce hanno recentemente affermato, diviene più probabile qualche forma di intervento esogeno da parte dei regolatori o dei governi per calmierare l'effetto prezzi/tassi sugli utenti finali. Il rischio regolatorio diviene quindi più acuto tanto più prezzi e tassi sono e permangono alti per lungo tempo.

Le infrastrutture sono per loro natura un settore regolato, quindi maggiormente esposto a tali tipologie di azioni, anche in mercati da sempre tradizionalmente *investor-friendly*.

La vera domanda, tuttora senza risposta, è quanto questo rischio sia in grado di annullare le capacità difensive del settore delle infrastrutture negli attuali scenari macroeconomici avversi. Gli investitori sono avvisati.

Antin IP Professor of Infrastructure Finance – Dept. of Finance – Università Bocconi
Direttore del Dipartimento di Finanza e Contabilità – Cunef Universität

© RIPRODUZIONE RISERVATA

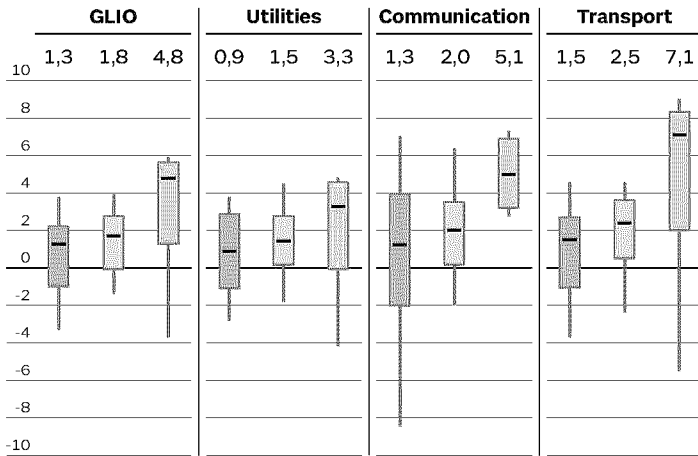
È IL SETTORE CHE MOSTRA PIÙ CAPACITÀ DIFENSIVE IN SCENARI MACROECONOMICI AVVERSI

Il comparto

QUOTATE

Rendimenti storici delle infrastrutture quotate a fronte di diversi regimi di politica monetaria, dati trimestrali in %, 01/2000-12/2022

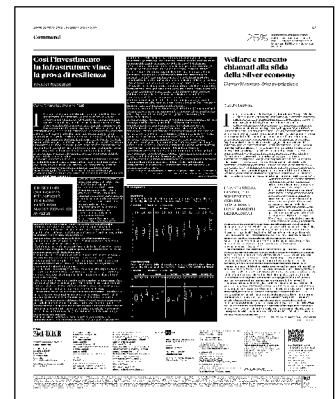
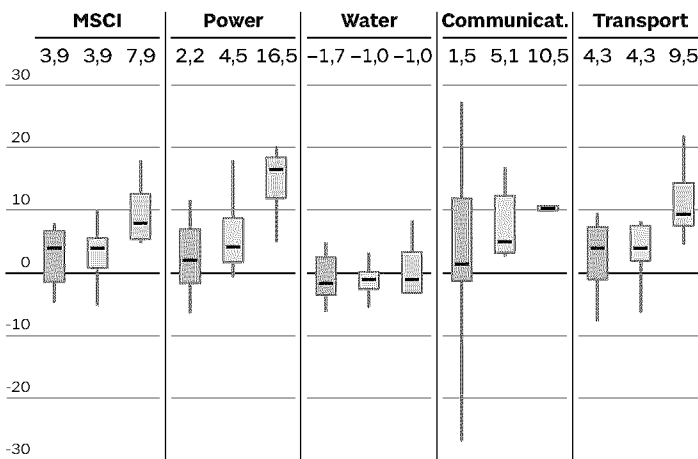
■ DOVISH ■ NEUTRAL ■ HAWKISH



NON QUOTATE

Rendimenti storici delle infrastrutture non quotate a fronte di diversi regimi di politica monetaria, dati trimestrali in %, 06/2008-12/2022

■ DOVISH ■ NEUTRAL ■ HAWKISH



Risposta a interrogazione sulle comunicazioni dei crediti non fornisce il dato degli incagli

110%, remissioni per 156 mila

Mentre i bonus edilizi non utilizzati valgono 134 milioni

DI CRISTINA BARTELLI

I bonus edilizi non utilizzabili valgono 134 mln mentre sono 156 mila le comunicazioni inviate all'Agenzia delle entrate per le spese sostenute nel 2022, fino al 30 novembre termine ultimo della remissione in bonis. Nessun dato invece relativo allo stock di quelli che risultano essere crediti incagliati e cioè quei crediti che i titolari delle detrazioni o gli attuali detentori non riescono a cedere a terzi. Sono questi i chiarimenti forniti dal sottosegretario all'economia Federico Freni, rispondendo ieri in commissione finanze della camera al question time di Emiliano Fenu (M5S) sulla questione dei crediti incagliati. La risposta sui bonus edilizi si concentra sulla cifra dei bonus non utilizzabili, dal rendiconto dell'Agenzia ammontano a 134 mln di euro, mentre dalla finestra della remissione in bonis, lasciata aperta dal primo aprile al 30 novembre 2023 sono arrivare 156 mila

comunicazioni di prima cessione o sconto in fattura relative ai bonus edilizi.

Dunque il ministero dell'economia al momento non quantifica lo stock degli incagli e precisa che i crediti non utilizzabili comunicati all'Agenzia rappresentano i crediti acquistati che «l'attuale detentore ritiene di non aver diritto a utilizzare (per cause diverse dal decorso dei termini di utilizzo dei medesimi crediti) e, quindi, intende cancellare (ad ese. per mancanza dei presupposti costitutivi) e non dei crediti che lo stesso soggetto non riesce a cedere a terzi». Una risposta però ritenuta insoddisfacente da Fenu: «manca l'elemento più importante, il tassello dei crediti 2022 non ceduti. Se si prende l'ammontare detrazione maturate dal sito Enea a cui si sottraggono detrazioni 2022 indicate in dichiarazione dei redditi, meno i crediti ceduti, il cui dato si conosce, si ottiene l'esatto ammontare dei crediti perduti. Il dato è fondamentale», osserva Fe-

nu, «perché in base a questo ammontare Eurostat potrebbe decidere di calcolare che i crediti da bonus non erano pagabili come ha deciso di classificarli questo governo ma erano non pagabili».

Bonus ricerca e sviluppo. Anche i documenti di trasporto che certificano la consegna del bene con le indicazioni delle disposizioni agevolative (riferimento ai commi 1054-1058-ter, l. 178/2020) sono idonei a assolvere la funzione di prova di effettivo sostenimento dei costi agevolabili. Fatto salvo sempre l'obbligo di indicare il riferimento alle disposizioni agevolative. E' questo il chiarimento fornito sempre da Freni rispondendo a una interrogazione di Renate Gebhard (gruppo misto) relativa al credito di imposta per investimenti in beni strumentali. Per l'agenzia dunque la disposizione si ritiene formalmente rispettata nei casi in cui la fattura che contiene il riferimento alle disposizioni normative richiami «chiaramen-

te e univocamente il documento di trasporto nel quale è stata omessa l'indicazione della norma agevolativa».

Calcolo del Tfr. Il calcolo del Tfr può essere effettuato con il metodo presuntivo (sulla base del calcolo della rivalutazione che presumibilmente sarà accantonata al fondo Tfr nell'anno in corso) e non esclusivamente con il metodo storico. La facoltà di scelta del metodo di calcolo è rimessa al datore di lavoro. Giunge a queste conclusioni la risposta fornita a interrogazione di Saverio Congedo (FdI) sull'imposta sostitutiva del 17% sui redditi derivanti dalle rivalutazioni dei fondi Tfr. La risposta del governo si allinea a quanto chiarito dall'Agenzia delle entrate nella risoluzione 68/2023 fornita dalla stessa amministrazione sul tema.

10 ONLINE Il testo del documento su www.italiaoggi.it/documenti-italiaoggi

© Riproduzione riservata



Se è l'impresa a far perdere il Superbonus il giudice non può condannare l'appaltatore a pagare i danni del mancato accesso all'agevolazione

L'impresa che fa perdere il Superbonus non è detto che paghi il danno. Chi perde il Superbonus per colpa di un'impresa inadempiente deve provare gli elementi costitutivi del danno subito. Altrimenti, il contratto si scioglie e le somme già pagate vanno restituite, ma il giudice non può condannare l'appaltatore che abbandona il cantiere a rispondere del mancato accesso al bonus. È quanto stabilito dal Tribunale di Padova, che emanando il 15 novembre scorso la sentenza n. 2266 ha precisato che spetta a colui che avrebbe beneficiato del Superbonus provare con perizia dettagliata l'impossibilità di incaricare una nuova impresa, ma anche l'ammontare del danno.

Un altro tassello si aggiunge alla giurisprudenza (ancora poco matura) in materia di mancato accesso alle detrazioni edilizie. Il Tribunale di Frosinone, infatti, aveva già formulato un primo orientamento con la sentenza n. 1080 del 2 novembre scorso, chiarendo che quando il Superbonus non può essere ottenuto per sfioramento delle scadenze dovuto a ritardi imputabili all'impresa edile, al contribuente spetta il risarcimento del danno (si veda ItaliaOggi del 07/12/2023). Eppure, come emerge dalla nuova pronuncia, ciò non significa che automaticamente un'impresa "fuggitiva" o ritardataria sia tenuta

a risarcire il danno che il committente sostiene di aver patito per aver perso il bonus, poiché questo va provato nel dettaglio dal punto di vista tecnico. Con la sentenza n. 2266/2023, infatti, il Tribunale di Padova ha rigettato la richiesta di risarcimento avanzata dal proprietario di un'abitazione che aveva stipulato un contratto d'appalto per la realizzazione di interventi agevolabili con Superbonus, proprio in mancanza di elementi di prova. Nel dettaglio, il proprietario ha visto riconosciuto nell'aula di giustizia l'inadempimento dell'impresa, colpevole di non aver concluso i lavori nei termini contrattuali. Pertanto, il giudice ha imposto alla ditta di riversare quanto già ricevuto a titolo di corrispettivo per le opere mai realizzate, dichiarando il contratto risolto ex art. 1453 cc. Tuttavia, il Tribunale ha giudicato infondata la richiesta di risarcimento del danno da perdita di Superbonus, che l'attore ha collegato causalmente allo scioglimento del contratto. Infatti, spiega il giudice in motivazione, il committente "non ha dimostrato né l'impossibilità di reperire altre imprese costruttrici cui conferire l'incarico di tali lavori al fine di fruire delle agevolazioni fiscali del 110% nel rispetto dei termini via via prorogati per legge; né il collegamento causale tra inadempimento

dell'appaltatrice e definitiva impossibilità di reperire tali altre imprese". Come già poteva leggersi tra le righe della precedente sentenza n. 1080/2023 del Tribunale di Frosinone, cioè, il risarcimento non è automatico, posto che il proprietario avrebbe in teoria potuto attivarsi per ottenere comunque la detrazione, incaricando un'impresa diversa di completare l'opera.

Ma non solo, perché tra gli elementi da provare per poter sperare in un risarcimento, spuntano anche "le modalità di calcolo del quantum". Spiega il giudice di Padova, infatti, che non basta quantificare unilateralmente una somma da richiedere a titolo di danno, poiché tale stima va giustificata sulla base di elementi tecnici specifici. Infatti, si legge in sentenza, "va evidenziata l'assenza di una perizia di parte che dettagli con precisione l'eventuale perdita economica derivante dalla fluttuazione dei prezzi e dei tassi di interesse genericamente ritenuti da parte attrice lievitati a causa della congiuntura economica creatasi". Non esiste, insomma, un criterio giurisprudenziale sul calcolo del danno che un'impresa inadempiente provoca al committente che perda i bonus edilizi: tale compito spetta ai periti di parte.

Cristian Angeli

© Riproduzione riservata



