

Convegno annuale AIFI 2014

Finanziare la ripresa

Vito Gamberale

Infrastrutture in Italia e ruolo dei fondi infrastrutturali

Milano, 31 marzo 2014



Fondi italiani
per le infrastrutture

SGR

INDICE

- *Evoluzione del sistema infrastrutturale italiano* *pag. 3*
 - *La carenza di fondi pubblici e le privatizzazioni* *pag. 6*

- *Finanza moderna e fondi infrastrutturali* *pag. 8*
 - *L'esempio di F2i* *pag. 13*

- *Conclusioni* *pag. 24*

Evoluzione del sistema infrastrutturale italiano

Evoluzione del sistema infrastrutturale italiano

Il nostro Paese ha avuto, storicamente, una grande tradizione nella realizzazione di importanti infrastrutture:

- *l'Italia è stato il primo Paese al Mondo a dotarsi di un'autostrada ("Autostrada dei Laghi" – 1924);*
- *nel 1970 l'estensione della rete autostradale italiana (3.913 km)¹ era seconda solo a quella tedesca (4.461 km)¹;*
- *negli anni '60 era tra i "Paesi guida" nella produzione di energia nucleare (3° Paese al Mondo, dopo USA e Gran Bretagna, per potenza installata – 640 MW);*
- *è stato tra i primi Paesi a sviluppare su larga scala gli impianti idroelettrici, che nel 1960 avevano già raggiunto la capacità installata attuale (ca. 20 GW) coprendo, allora, quasi il 100% del fabbisogno nazionale di elettricità;*
- *negli anni '80 è stato il primo Paese, insieme alla Francia, a lanciare il progetto di una rete ferroviaria ad alta velocità (Roma – Firenze).*

Lo sviluppo delle infrastrutture è servito non solo all'ammodernamento ma anche all'emancipazione economica del Paese, contribuendo a trasformare una società rurale in una industriale.

¹ Dati Eurostat.

Evoluzione del sistema infrastrutturale italiano

In Italia, le infrastrutture sono state promosse, **prevalentemente con finanza pubblica**, dalle istituzioni e dagli enti pubblici, nazionali...

- *l'IRI, nel campo dei trasporti (Autostrade, Alitalia, Tirrenia), delle telecomunicazioni (STET, RAI), della cantieristica (Finmeccanica, Fincantieri);*
- *l'ENEL, nel campo dell'energia elettrica;*
- *l'ENI, nel campo del trasporto e della distribuzione del gas naturale (SNAM, Italgas, ecc.) e della petrolchimica (Snamprogetti).*

... e locali:

- *prevalentemente le ex-municipalizzate, nel campo della gestione del ciclo idrico integrato, delle reti di distribuzione locale (gas ed elettricità), della gestione dei rifiuti (soprattutto al Nord), delle autostrade locali, degli aeroporti, degli interporti, ecc..*

I fondi pubblici hanno permesso di sviluppare reti infrastrutturali all'avanguardia nel Mondo.

Questo modello ha funzionato, spesso bene, finchè lo Stato ha potuto alimentare lo sviluppo attraverso il debito pubblico.

Evoluzione del sistema infrastrutturale italiano

La carenza di fondi pubblici e le privatizzazioni

All'inizio degli anni '90, l'Italia è coinvolta in profondi processi che la costringono a mutare radicalmente le proprie scelte di politica economica:

- *la crisi politica della I Repubblica;*
- *il rallentamento dell'economia: il PIL si attesta, stabilmente, sotto la media europea;*
- *l'adesione all'Euro, che determina la necessità di ridurre drasticamente deficit, debito e inflazione, con manovre finanziarie molto severe;*
- *la Comunità Europea spinge verso la diminuzione della presenza pubblica nell'economia degli Stati Membri (il Commissario Van Miert approfitterà della particolare debolezza italiana per "premere" molto sull'Italia).*

I governi che si susseguono devono tagliare la spesa pubblica e "fare cassa", abbandonando, progressivamente, il ruolo di Stato-imprenditore.

Evoluzione del sistema infrastrutturale italiano

La carenza di fondi pubblici e le privatizzazioni

Lo Stato non è più in grado di sostenere il proprio ruolo di investitore e, progressivamente, opta per l'uscita dai vari settori industriali, in particolare da quello delle infrastrutture:

- *In Italia, nel corso degli anni '90, le più importanti partecipate statali sono passate, in tutto o in parte, e con risultati più o meno positivi, sotto la gestione privata (ENI, ENEL, Telecom, Autostrade, ecc.);*
- *nei primi anni 2000 si è tentata la privatizzazione (purtroppo rimasta spesso incompiuta) delle aziende pubbliche locali, come le multiutility (per quotazione in Borsa: ACEA, A2A, IREN, HERA, ecc.) o gli aeroporti (prevalentemente per vendita diretta ai privati: Roma, Napoli, Venezia, Torino);*
- *laddove le aziende infrastrutturali sono rimaste totalmente o a maggioranza pubblica, specialmente a livello locale, hanno, progressivamente, risentito delle carenze della finanza pubblica (con investimenti insufficienti ai fabbisogni dei territori), di gestioni opache, di inefficienze dovute alla frammentazione degli asset.*

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

Nel tempo, non solo in Italia, ma anche nel resto d'Europa, la ricchezza, e, dunque, la capacità di investimento, si è trasferita dagli Stati (sempre più poveri ed indebitati) ai privati.

- *I privati, direttamente o attraverso strumenti finanziari sempre più moderni (in grado di aggregare ed incanalare le risorse di migliaia di piccoli e grandi risparmiatori), hanno assunto, più o meno consapevolmente, il ruolo di "motore" dell'economia e dello sviluppo.*
- *Ciò ha favorito un fenomeno di **progressiva "finanziarizzazione" dell'economia.***
- *Un fenomeno, cioè, per cui **la realizzazione di importanti investimenti e di grandi opere non ha più solo uno scopo di sviluppo in sé e per sé, ma anche quello di offrire un adeguato rendimento** alle risorse messe a disposizione dagli investitori privati (piccoli risparmiatori o grandi operatori che siano).*

Oggi, le grandi masse finanziarie sono, in gran parte, veicolate dai fondi di investimento, caratterizzati da un azionariato privato, spesso istituzionale (banche, fondi pensione, assicurazione, ecc.).

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

I **fondi di investimento** rappresentano, oggi, una forma di investimento innovativa, alternativa rispetto alle *asset class* tradizionali (obbligazioni ed azioni). Essi si differenziano in funzione delle tempistiche e delle aspettative di rischio degli investitori:

I principali sono:

- | | | |
|---------------------------------|---|----------------------------|
| – Fondi di Private Equity | → | <i>breve-medio periodo</i> |
| – Fondi di Real Estate | → | <i>medio-lungo periodo</i> |
| – Fondi di debito | → | <i>medio periodo</i> |
| – Fondi infrastrutturali | → | <i>lungo periodo</i> |

Il **Private Equity** offre, generalmente, opportunità nella fascia alta del profilo rischio-rendimento ed è, generalmente, rivolto ad investitori che cercano una rapida *way-out* (investimenti cd. "*revolving door*" o "*hit and run*");

il **Real Estate**, storico "investimento rifugio" degli Italiani, è stato impattato dall'attuale crisi finanziaria, che ha riversato seri problemi sul settore, come rendimento (elevata quota di sfritto, ritocchi al ribasso degli affitti, aumento delle tasse) e come valore;

i **fondi di debito** rappresentano un'opportunità emergente, tutta da capire, specie perché rivolta alle PMI. Dovrebbero rimpiazzare il salutare ruolo avuto dagli Istituti di Credito Speciali;

i **fondi infrastrutturali** possono offrire maggiore resistenza ai cicli economici e maggiore stabilità di rendimento.

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

Il **fondo infrastrutturale**, strumento sostanzialmente assente in Italia fino a pochi anni fa, può rappresentare, infatti, un punto di incontro tra i bisogni del mondo delle infrastrutture e la ricerca di opportunità di investimento della finanza istituzionale.

In mercati sempre più difficili, volatili ed interconnessi, **i fondi infrastrutturali, basati su asset regolamentati (dunque caratterizzati da flussi certi e da rischi contenuti)**, offrono agli investitori professionali di lungo termine:

da un punto di vista **finanziario**:

- *uno yield costante nel tempo*
- *un apprezzamento in conto capitale dell'investimento*
- *un adeguato profilo rischio – rendimento*

da un punto di vista **economico**:

- *protezione dall'andamento dell'inflazione (rendimenti inflation-linked)*

da un punto di vista di **portafoglio**:

- *de-correlazione dal ciclo economico e dalle performance di borsa*
- *rendimento assoluto*

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

In Italia, ma anche altrove, tuttavia, tali caratteristiche possono essere ritrovate solo in **fondi che investono in infrastrutture esistenti (cd. "brownfield")**.

Le **difficoltà autorizzative** connesse allo sviluppo di nuove opere, nel nostro Paese, **rendono gli investimenti nel greenfield incompatibili con le tempistiche e i livelli di rischio attesi dagli investitori** (nessuna grande opera, eccetto il Passante di Mestre, è stata realizzata negli ultimi 10 anni).

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

L'esempio di F2i

- Tra i fondi infrastrutturali, F2i I, con una **raccolta di 1.852 M€**, è il **maggiore operante in Italia** ed il più grande al mondo dedicato ad un solo Paese (*country fund*).
- F2i è stato creato, quale strumento privatistico ma istituzionale, da **sponsor di elevato standing**, che hanno contribuito ad affermarne la **salda reputazione**:
 - il Governo tramite la **CDP**;
 - i network delle **Fondazioni ex-bancarie**
 - le principali banche italiane (**Unicredit, Intesa SanPaolo**);
 - le **Casse di Previdenza private**;
 - **importanti investitori stranieri**;
 - **assicurazioni vita e fondi pensione**.

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

L'esempio di F2i

- L'idea di F2i è sorta nel 2006, quando, nel nostro Paese, erano, finalmente, mature le condizioni per la nascita di un **grande fondo infrastrutturale**:
 - evidente esigenza di una **nuova stagione di privatizzazioni** a livello locale, in risposta alle carenze della finanza pubblica e sulla scia della **stagione delle grandi privatizzazioni centrali** che, al contrario di quanto comunemente si pensa, aveva dato **risultati più che soddisfacenti**;
 - **frammentazione** (tuttora perdurante) di molti comparti **del settore delle infrastrutture** (distribuzione gas, acqua, gestione ambientale, ecc.);
 - conseguente necessità di **aggregare, per filiera, i tanti piccoli gestori**, dando vita a "**campioni nazionali**", specializzati nei vari settori, sul modello dei grandi *player* italiani ed esteri.

F2i è nato come uno strumento innovativo, dedicato all'Italia, privato ma istituzionale, che aggregasse infrastrutture esistenti in filiere, ed utilizzasse i fondi derivanti dalla gestione di tali asset per permetterne lo sviluppo.

Finanza moderna e fondi infrastrutturali - L'esempio di F2i

- In pochi anni F2i ha dato vita a **7 filiere**, che compongono un Gruppo strutturato, impegnando oltre **2.200 M€ (86% della raccolta totale F1 + F2)**.

					Impegnato Fondi 1+2	
Gas	72%	F2i Reti Italia	100,0%	2i Rete Gas	487,6	22,0%
Acqua	100%	F2i Rete Idrica Italiana	40%	Mediterranea delle Acque	237,5	10,7%
Ambiente	100%	F2i Ambiente	49,0%	Iren Ambiente	252,0	11,4%
			60,0%	TRM		
Aeroporti	100%	F2i Aeroporti	70%	GESAC	746,9 ¹	33,7%
			67,7% ¹	SAGAT		
			44,3%	SEA		
TLC	53,8%	Metroweb Italia	87,7%	Metroweb	222,5	10,0%
			100,0%	Metrobit		
				Brescia		
			85,0%	Metroweb GE		
Reti logiche			10,2%	SIA	55,0	2,5%
Rinnovabili	100%	F2i Energie Rinnovabili	15,9%	Alerion CP	132,5	6,0%
			49,8%	HFV		
Autostrade			26,3%	Infracis	31,4	1,4%

Accordi in corso di definizione

Closing in corso

¹ Per SAGAT si considerano compresi tutti gli impegni fino a tutto il 2014 (acquisto quote degli altri soci privati).

	2.165,3	97,7%
Dismissioni	31,7	1,4%
Costi di gestione fondi	20,3	0,9%
TOTALE IMPEGNATO	2.217,4	
% su raccolta	85,4%	

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

L'esempio di F2i

- F2i ha offerto un modello al mondo delle infrastrutture in Italia, operando come una vera "*public company*" e dando vita ad un **Gruppo di filiere di aziende**, che si propongono, ciascuna, come **benchmark nel proprio settore**.
- Le società nelle quali F2i detiene la maggioranza, o un importante ruolo di *governance*, hanno registrato nel 2013¹:
 - **Fatturato aggregato: ca. 2.200 M€**
 - **EBITDA: ca. 850 M€** (*EBITDA Margin: 40% ca.*)
 - **Dipendenti: quasi 10.000**
 - **Investimenti: ca. 480 M€** (*ca. 55% EBITDA*)

Nel 2013 le partecipate di F2i hanno investito circa il 55% dell'EBITDA.

¹ *Dati gestionali aggregati. Comprendono SIA (closing in corso).*

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

L'esempio di F2i

- F2i ha instaurato **rapporti di partnership** con istituzioni e primari operatori **territoriali**, nazionali ed internazionali.
- F2i ha inoltre **riportato sotto la proprietà italiana** diverse importanti **infrastrutture**.

I Partner di F2i

	Industrial Partners	Financial Partners	Local Authorities
Enel Rete Gas		ARDIAN	
GESAC			provincia napoli COMUNE DI NAPOLI
SEA			Comune di Milano
SAGAT		EQUITER FINPIEMONTE	PROVINCIA DI TORINO CITTA DI TORINO
Metroweb	swisscom	Fondo Strategico Italiano	
Mediterranea delle Acque	iren		Comune di Genova CITTA DI TORINO
HFV		Novenergia II energy & environment	
TRM	iren		CITTA DI TORINO
SIA		DIRIZZANTE Fondo Strategico Italiano	

Le "rinazionalizzazioni"

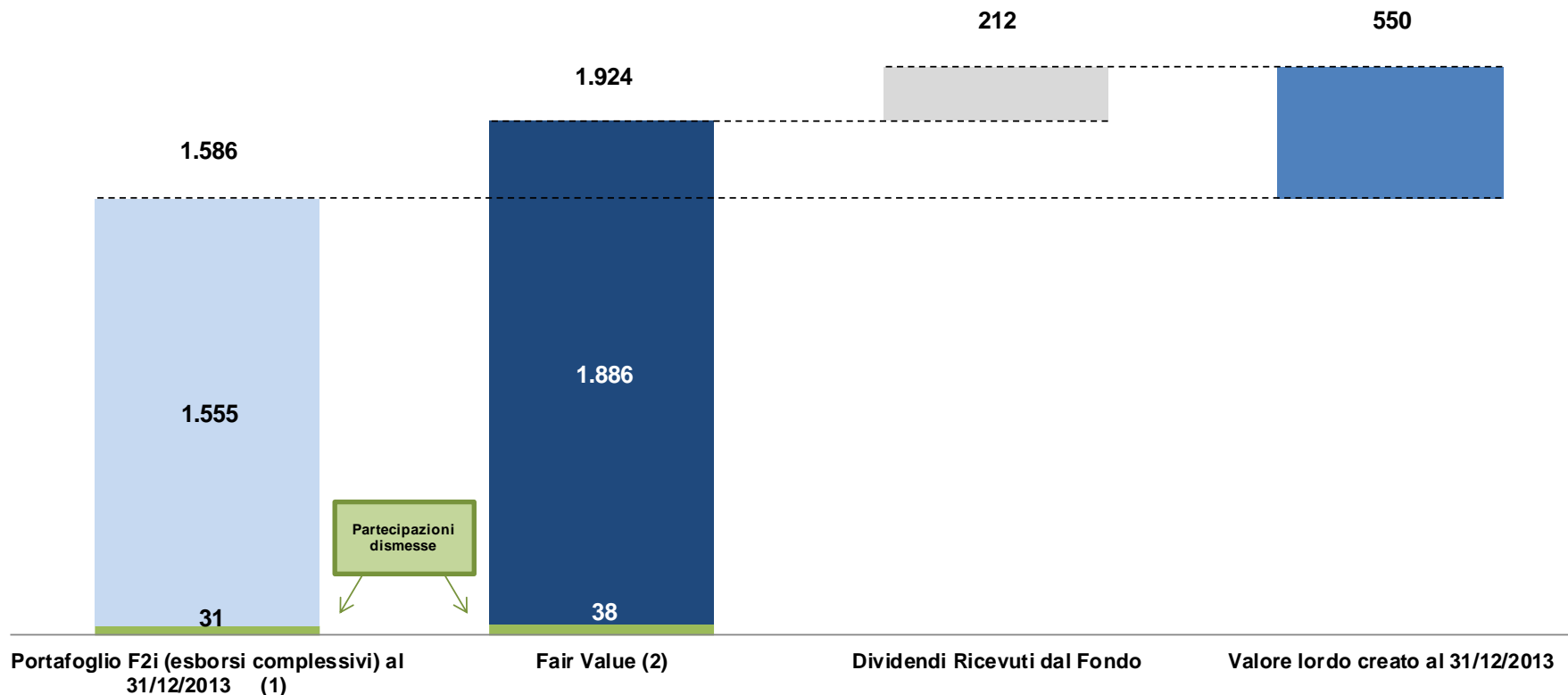
2i Gas	e-on	
G6	GDF SUEZ	
GESAC	ferrovial Intelligent infrastructure	
Metroweb	STIRLING SQUARE CAPITAL PARTNERS	

Finanza moderna e fondi infrastrutturali - L'esempio di F2i

F2i è riuscita a coniugare lo sviluppo del proprio progetto industriale con:

- **sobrietà finanziaria** (*management fee* ai minimi di mercato - 0,8% vs. 2,4% medio - e, peraltro, non più richiamate dal 2010);
- **buoni ritorni per gli investitori** (*yield* netto oltre il 4% dal 2010);
- **creazione di valore** (certificata da *advisor* indipendente).

Portafoglio F2i al valore storico vs Fair Market Value delle partecipazioni di F2i (dati in € mln)



⁽¹⁾ Esclusi costi di transazione, gestione ed altri costi. Il valore di € 31 mln si riferisce agli esborsi effettuati per l'acquisto delle partecipazioni in Interporto Rivalta Scrivia ed Enel Stocaggi.

⁽²⁾ Include: Fair Value società partecipate, proventi da cessioni, svalutazioni, cassa residua per dividendi e rimborsi. Il valore di € 38 mln si riferisce agli incassi registrati per la cessione delle partecipazioni in Interporto Rivalta Scrivia ed Enel Stocaggi.

Finanza moderna e fondi infrastrutturali - L'esempio di F2i

- F2i è stato un "first time fund" e la prima raccolta è stata tutta basata sulla credibilità del suo management. Il **track record**, acquisito grazie al Fondo I, ha reso più realistica e, dunque, agevolato la raccolta per il secondo Fondo, lanciato nella seconda metà del 2012.
- Il primo *closing* del Fondo II è stato concluso con un gruppo di Sponsor, che includono sia **investitori del Fondo I** che **nuovi investitori**, e che hanno sottoscritto quote per **575 M€, su un target di 1,2 Mld €**.

Quote A - Sponsor	Fondo II - Adesioni	
CDP	100	<p>Sponsor del Fondo I che partecipano al Fondo II</p> <p>Sponsor del Fondo I che non partecipano al Fondo II</p> <p>Nuovi Sponsor</p>
Banca Intesa San Paolo	100	
Unicredit	100	
Banche	300	
Fondazione Cariplo	10	
EnteCarifirenze	40	
FCR Lucca	20	
Fondazione CRT		
Compagnia San Paolo	60	
FCR Cuneo	30	
FCR Padova e Rovigo		
FCR Sardegna	25	
FCR Forlì		
Fondazioni	185	
Cassa Geometri	30	
Inarcassa	60	
Casse Previdenziali	90	
Totale Totale Quote A	575	

- È già iniziata la raccolta presso i "Limited partner" (assicurazioni, casse previdenziali e fondi pensione), che ha portato **il totale ad oggi sottoscritto a quasi 750 M€**.

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

Nonostante il lancio del secondo Fondo sia avvenuto **nel momento di più profonda crisi di credibilità internazionale del nostro Paese**, il *fund raising* sta registrando, proprio negli ultimi tempi, il **crescente interesse da parte di investitori esteri** (in particolare del *middle - far east*) che, più in generale, stanno rivalutando l'attrattività dei Paesi cd. PIIGS.

In base all'esperienza maturata da F2i, tali investitori ricercano:

- **investimenti di lungo periodo**, caratterizzati da *yield stabile e prevedibile*;
- **gestioni sane e competenti**, improntate all'efficienza;
- **credibilità delle Authority** che regolano i vari comparti infrastrutturali, affinché tali enti garantiscano lo sviluppo, rappresentando un'opportunità e non una minaccia (alcuni investitori, durante la due diligence per l'ingresso nel Fondo, hanno voluto incontrare i rappresentanti di 4-5 Authority);
- **omogeneità ed unità di intenti con gli altri investitori**, che non intendano la SGR come un "salotto" dove riunirsi a tessere e disfare la tela dei propri interessi;
- **possibilità di coinvestire direttamente negli asset del Fondo** (generalmente nel rapporto medio di 1:2), grazie alla loro capacità tecnica e alla specializzazione settoriale di cui sono portatori.

L'Italia dovrebbe creare e garantire le condizioni richieste dagli investitori esteri, affinché il loro rinnovato interesse nel nostro Paese possa esprimersi, in tutta sicurezza, a vantaggio dello sviluppo.

Una delle condizioni fondamentali è che le infrastrutture abbiano dimensioni consistenti e non siano frammentate, per poter garantire flussi adeguati sia a finanziare lo sviluppo sia a remunerare gli investimenti.

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

In Italia, tuttavia, nonostante la presenza di alcuni grandi *player* (ad es. ENI, ENEL, Atlantia), molti comparti infrastrutturali rimangono **frammentati**, anche perché caratterizzati da una **logica di gestione localistica**.

- *Molti asset infrastrutturali sono stati realizzati e gestiti secondo i bisogni delle realtà locali in cui si trovano, al di fuori di una visione di rete strategica per il “sistema Paese”.*
- ***Anche le cd. "multi-utility" hanno un orizzonte, al più, interprovinciale e gestiscono asset di dimensioni locali, peraltro in comparti molto diversi tra loro (a danno di una specializzazione settoriale).***
- *Le grandi aziende pubbliche centrali, tanto vituperate, sono state un esempio di managerialità e trasparenza. **Oggi, le aziende locali rappresentano, invece, la tipologia industriale più critica in Italia.***
- ***Tali aziende, spesso, antepongono un'eccessiva attenzione agli equilibri politico/localistici più che allo sviluppo e taluni loro manager perseguono fini individualistici piuttosto che una gestione sana ed oculata.***
- *Questi limiti ostacolano una gestione unitaria ed efficiente degli asset infrastrutturali sul territorio nazionale.*
- ***Finora in Italia è mancato il concetto di "aggregato" o di "filiera" nei singoli settori.***

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

Nelle infrastrutture, l'Italia dovrebbe favorire aggregazioni omogenee, in grado di dar vita a "campioni nazionali" nei vari settori.

- **Bisognerebbe avere il coraggio, per taluni settori (acqua, rifiuti, ecc.) di fare ciò che il primo Governo di Centrosinistra fece per l'energia elettrica nel 1963, quando, partendo da numerosissimi operatori locali, nacque il "gigante" ENEL.**
- **Solo *player* di dimensioni rilevanti e specializzati (sul modello di ENI, ENEL, Atlantia, ecc.) possono generare *cash flow* quantitativamente sufficienti alla realizzazione di nuovi investimenti.**
- **La specializzazione di ciascun *player* in un singolo settore (o "filiera") è condizione necessaria per una gestione efficiente e qualitativamente elevata. I tentativi di aggregazione delle multi-utility in "macro-utility", infatti, dimostrano come la gestione contemporanea di *business*, diversi tra loro, penalizzi pesantemente l'efficienza dei servizi ed i conti delle società.**
- **Il ruolo di aggregatore non può più, oggi, essere assolto dallo Stato, a causa della carenza di finanza pubblica, che, in passato, è stata il motore dello sviluppo delle infrastrutture. **La gestione efficiente delle infrastrutture può, quindi, essere perseguita solo attraverso la finanza privata, purchè sana e non speculativa.****

Finanza moderna e fondi infrastrutturali

Per rispondere alla nuova ondata di interesse degli investitori stranieri per il nostro Paese, bisognerebbe concentrarsi sulla privatizzazione degli asset locali, onde favorirne l'aggregazione e, conseguentemente, lo sviluppo.

L'afflusso di denaro fresco fornirebbe ossigeno alle casse pubbliche e nuovo impulso agli investimenti, favorendo, a sua volta, la ripresa economica dei nostri territori.

Conclusioni

Conclusioni

- Le infrastrutture sono state, per decenni, il motore dello sviluppo economico italiano e sono state **storicamente finanziate con denaro pubblico**.
- L'**evoluzione proprietaria**, da pubblica a privata, iniziata con le grandi privatizzazioni degli anni '90, è rimasta incompiuta, facendo permanere, **specialmente a livello locale**, la **frammentazione dei mercati** e l'**inefficienza di talune gestioni**.
- Queste **carenze** hanno **limitato** e, in alcuni casi, arrestato bruscamente lo sviluppo delle infrastrutture e, con esse, dell'intera economia nazionale.
- **Oggi le infrastrutture possono ritornare ad essere un volano di sviluppo, fornendo l'impulso necessario alla ripresa economica del nostro Paese.**
- **La carenza di finanza pubblica può essere colmata dai moderni strumenti di finanza privata (es. fondi infrastrutturali)**, in grado di aggregare enormi masse finanziarie private e di renderle disponibili per lo sviluppo delle infrastrutture.
- Tali strumenti possono intercettare il **rinnovato interesse**, registrato negli ultimi mesi, **degli investitori esteri per il nostro Paese**.

Conclusioni

- **Affinchè siano attrattive, però, le infrastrutture devono essere realizzate e gestite in modo coordinato e razionale:** la loro gestione deve essere effettuata in ottica di "sistema Paese" invece che di "campanile", improntata all'efficienza invece che alla convenienza individualistica.
- Anche in Italia, come negli altri grandi Paesi, **è necessario dar vita a "campioni nazionali" nei vari settori infrastrutturali, che assicurino efficienza e trasparenza nella gestione degli asset, secondo il modello di "filiera" fin qui seguito da F2i.**
- Questo processo può compiersi, tra l'altro, attraverso una **nuova stagione di privatizzazioni**, questa volta **focalizzata sugli asset locali**, che tragga beneficio dal rinnovato interesse degli investitori stranieri per l'Italia.
- Una riflessione, in tal senso, andrebbe fatta sullo sviluppo delle nuove autostrade in Lombardia (cd. Autostrade per l'Expo), il cui affidamento a società pubbliche ne sta compromettendo la realizzazione nei tempi stabiliti.
- **I fondi infrastrutturali** possono rappresentare uno strumento "aggregatore", un punto di incontro tra le necessità industriali del mondo delle infrastrutture e le aspettative di rendimento degli investitori. Potrebbero, così, favorire **l'afflusso di denaro estero nel nostro Paese** e, auspicabilmente, una **solida ripresa economica.**