

INFRASTRUTTURE:  
IL PRIVATE EQUITY  
RESTA VALIDO

# INFRASTRUTTURE, LA FORMULA PRIVATE VALE ANCORA

MARCO NICOLAI

C

i si domanda se il disimpegno progressivo dello Stato a favore del privato nella realizzazione delle infrastrutture, risultato del processo di liberalizzazione e dei vincoli posti dal patto di stabilità, potrà essere messo in discussione dalla crisi dei mercati finanziari e se i fondi d'in-

vestimento in infrastrutture potranno anche in futuro intercettare le risorse finanziarie per alimentare questo trasferimento. Innanzitutto, va detto che lo stato di ossolescenza della infrastrutture rende impossibile ogni rinvio, cosa percepita anche dagli elettori. Date per scontate impossibili proroghe, pena la perdita di competitività e l'erosione di consenso elettorale, ci si interroga su quale sia il canale privilegiato per il finanziamento di tali investimenti, stante l'attuale credit crunch e i presagi recessivi dell'economia reale, e se il privato possa ancora intervenire o se sia d'obbligo il ritorno ad un intervento diretto dello Stato. In verità non penso ci siano possibilità di ritorni al passato sia perché l'inefficienza on cui il sistema pubblico ha realizzato e gestito tali investimenti è ancora sotto gli occhi di tutti, sia perché i bilanci pubblici non possono sopportare questo impegno senza disporre di aumenti fiscali. Le cifre che si stimano sono impressionanti: siamo nell'ordine di poco più di 2 punti percentuali del Pil mondiale, con valori assoluti in un'approssimazione di 2 trilioni di dollari all'anno. La sola possibilità è che i privati finanzino gli investimenti con il project financing, assumendo sui propri libri gli impegni che il soggetto pubblico non può assumere direttamente.

Ciò premesso, i fondi chiusi dedicati alle infrastrutture potranno mantenere livelli adeguati di rendimento e continuare ad attirare investitori alimentando così l'equity per gli investimenti infrastrutturali? Il fenomeno del private equity infrastrutturale, la cui offerta è passata dai circa 20 miliardi di euro del 2000 ai circa 80 miliardi di fine 2007 (un incremento del 400% in sette anni) e che ha raddoppiato commitment e veicoli nei soli ultimi due anni, darà risposte alle aspettative che ha alimentato? La risposta è, senza esitazione, sì. Per

un po' di tempo non rivedremo l'irrazionale esuberanza dei sottoscrittori del passato, attratti da promesse di premi al rischio forse solo sulla carta, e dovremo accettare un servizio del debito più oneroso e rapporti debt-equity modificati, ma i fondamentali per alimentare questo business permangono. Non va, infatti, dimenticato che nei mercati regolamentati, soprattutto in quelli anglosassoni e sicuramente meno in quello italiano, la leva del debito non è stata alimentata solo da un costo del debito contenuto e da una disponibilità di credito (troppo) generosa, ma anche dall'agio che il regolatore aveva nel trasferire il rischio dall'investitore all'utente del servizio, deliberando incrementi tariffari: prova ne è che il settore pubblico ha in passato accettato nel definire il *pricing* tariffario un Wacc inferiore al costo del denaro (si veda il tasso di attualizzazione del pf inglese). E ciò varrà anche in futuro, in quanto la crescita del sistema tariffario alimenterà la sostenibilità del business e un change over tra prelievo fiscale e prelievo tariffario sarà l'unica alternativa.

In questo i fondi continueranno a fare la loro parte, perché il credit crunch non ha bloccato il flusso dei risparmi. Del resto investitori dal profilo temporale diluito come i fondi pensione e i fondi sovrani (per i primi 300 fondi pensione si stimano 12.000 miliardi di dollari e per i secondi oltre i 3.000 miliardi di dollari), potranno apprezzare gli investimenti infrastrutturali più dei rendimenti contenuti delle obbligazioni pubbliche e dello sbilanciato rischio rendimento dei mercati azionari. Gli investimenti infrastrutturali si abbinano allo scenario temporale delle loro esigenze d'impiego, sono garantiti dal titolo di proprietà di asset reali e, operando in mercati monopolistici, sono protetti dall'inflazione. Nemmeno l'emotiva diffidenza verso l'innovazione finanziaria, superato il panico, ostacolerà la ragionevolezza di questa evoluzione. Anzi come già si è scritto su questo giornale dalla crisi finanziaria non si esce con meno finanza, ma con più finanza impiegata meglio.

*marco.nicolai@numerica.it*

