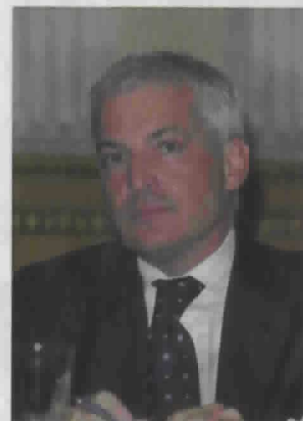


PRIVATE EQUITY & INFRASTRUTTURE

Con la crisi finanziaria in atto ci si interroga sull'effettiva possibilità di sopravvivenza di certi prodotti e operatori e sulle potenziali performance di alcuni segmenti di mercato. In particolare, tra questi merita alcune riflessioni il segmento rappresentato dai fondi infrastrutturali, che ha alimentato significativamente la scena mondiale degli ultimi anni. L'impossibilità degli operatori pubblici ad assumere sui propri bilanci gli oneri degli investimenti che la competitività dei territori di loro pertinenza richiede ha indotto all'evoluzione, anche finanziaria, del rapporto con il privato e all'accrescimento, confermato dai dati a riguardo, del fenomeno dei fondi infrastrutturali. A livello internazionale i veicoli dedicati al finanziamento con capitale di rischio di investimenti infrastrutturali - che recentemente ho monitorato in una pubblicazione dedicata al settore - sono 86, riconducibili a 58 operatori, per una dotazione complessiva pari a 80,1 miliardi di euro; tali veicoli, cresciuti al ritmo di uno alla settimana fino a questa estate, delineano un fenomeno abbastanza recente se si considera che, sebbene le prime esperienze siano ascrivibili ai primi anni 90, la vera evoluzione ha interessato i primi anni del XXI sec. per esplodere nel corso dell'ultimo biennio: l'offerta è passata dai 20 miliardi di euro circa, relativi all'inizio dell'anno 2000, ai circa 80 miliardi relativi a fine 2007, con un incremento del +400% in 7 anni. Si

consideri, inoltre, che dal 2005, in appena tre anni, sono state promosse 43 iniziative per circa 42 miliardi di euro, pari a circa il 50,5% dei capitali censiti. Gli operatori che hanno promosso tali iniziative sono di provenienza sia industriale, sia finanziaria: in particolare, relativamente a quest'ultima categoria, si evince una rappresentanza quanto mai eclettica, che va dagli operatori classici di private equity ai gruppi assicurativi, ai fondi sovrani e alle investment bank. Sono operatori attratti da investimenti dal profilo di rischio contenuto e da un contesto di mercato che, dopo la sbornia della finanza estremamente levereggiata e caratterizzata da una intensa attività di M&A, è in grado di garantire buone opportunità a chi sa creare valore rispetto a chi, invece, ricorre esclusivamente alla leva finanziaria e all'arbitraggio. In questi ultimi due mesi - e forse accadrà anche nei prossimi - alcuni operatori, investment bank e gruppi bancari e assicurativi sono stati costretti - e probabilmente saranno costretti - ad abbandonare alcune delle iniziative che più significativamente hanno animato il mercato: mi riferisco, ad esempio, a Morgan Stanley con i suoi 2,5 miliardi di euro di veicolo dedicato - Stanley Infrastructure Partners - o a Goldman Sachs con GS Infrastructure Fund - veicolo lanciato nel 2006 con dotazione pari a circa 4,8 miliardi di euro, o, ancora, alle iniziative del gruppo AIG, operatore storico di questo mercato,

e del gruppo ABN AMRO. Ci si interroga altresì su come dovrà trattarsi la sottoscrizione di alcuni operatori in caso di un loro default, come accaduto per le quote sottoscritte in Italia da Lehman Brothers in F2i, il fondo lanciato dalla SGR della Cassa Depositi e Prestiti. Tuttavia, nonostante la drastica razionalizzazione degli operatori in campo, il rapporto tra domanda e offerta testimonia in modo significativo dell'esistenza per tali iniziative di un ulteriore spazio di manovra all'interno del mercato di riferimento. L'OCSE, infatti, ha stimato che gli investimenti in infrastrutture per i prossimi 20 anni ammontano a 1.800/1.900 miliardi di dollari su base annua (pari a circa il 2,4% del PIL mondiale). Sebbene con molta probabilità i rendimenti attesi da questi operatori, che si posizionano in una forbice tra il 10% e il 20%, saranno sacrificati se la crisi finanziaria inciderà anche sui fondamentali economici, sono convinto che il peso di tale incidenza non sarà meno significativo che in altri segmenti, considerato che i servizi di pubblica utilità hanno il vantaggio di operare in contesti di mercato oligopolistico e che sono per lo più servizi non sostituibili con una scarsa elasticità alla variazione del reddito dei consumatori (si pensi al consumo di acqua, di energia elettrica, allo smaltimento dei rifiuti e al trasporto pubblico). E' certo che per chi si trova oggi nella fase di fund raising sarà più difficile perfezionare il closing. La crisi di li-



Marco Nicolai
 FINLOMBARDA SPA

DIRETTORE GENERALE
 PROFESSORE DI FINANZA
 STRAORDINARIA
 ALL'UNIVERSITÀ DI BRESCIA

quidità non vedrà, infatti, favoriti gli impegni in investimenti di non facile liquidazione con una maturity che, in questi casi, non è inferiore ai 10 anni, maturity che, se mediamente si colloca sui 15 anni, presenta prodotti strutturati per gestire investimenti anche per un arco temporale di qualche decennio. Forse si dovranno mutare le variabili che caratterizzano tale business (tempi e modalità di realizzo, utilizzo della leva finanziaria, periodo medio di permanenza nell'investimento, modalità di intervento e di partecipazione, management fee) per adattare alla situazione di crisi e di post crisi, ma non varieranno le condizioni di fondo che hanno originato l'esigenza di questo tipo di asset allocation e dei prodotti finanziari che vi si dedicano. ■

marco.nicolai@numerica.it