

Prefazione

dell'avv. *Giuseppe Guzzetti*

Questo libro ha il merito di affrontare un tema di grande rilevanza e attualità in modo accurato e nel contempo comprensibile a un pubblico più ampio rispetto alla ristretta cerchia degli "addetti ai lavori".

Come è noto, il finanziamento privato degli investimenti infrastrutturali pubblici nasce per soddisfare un eccesso di domanda di infrastrutture pubbliche, in mancanza di un adeguato livello dei finanziamenti pubblici necessari.

Questo tema si inserisce anche in un contesto più generale.

Da oltre un quindicennio, infatti, nei principali paesi industrializzati si assiste a un ridimensionamento del ruolo dello Stato a favore del Mercato e del Terzo Settore.

Il ruolo del Mercato sarebbe quello di un'allocazione più efficiente delle risorse economiche e finanziarie, per promuovere una maggiore crescita della produzione, dell'occupazione e del reddito.

Il ruolo del Terzo Settore, ancora misconosciuto da troppi (economisti, politici e cittadini), soprattutto nel nostro Paese, sarebbe quello di ridistribuire in modo più efficiente le risorse generate da una crescita economica sempre più diseguale: le donazioni elargite a fondazioni private, tratte dalle enormi fortune accumulate dai più noti imprenditori del pianeta, sono un tassello di un mosaico ben più ampio, che sta raggiungendo dimensioni da un lato impressionanti e dall'altro adeguate alla sempre maggiore disuguaglianza della distribuzione del reddito e della ricchezza fra paesi, regioni, classi e ceti.

Il ruolo dello Stato e delle Amministrazioni Pubbliche sarebbe quello di definire obiettivi, vincoli e criteri di valutazione, e inoltre di sorvegliare e regolare il funzionamento del Mercato e del Terzo Settore, nel rispetto della loro autonomia privata, affinché questi ultimi raggiungano tali obiettivi rispettandone i vincoli.

Il condizionale è d'obbligo, basti pensare alle recenti crisi finanziarie di alcuni enti pubblici italiani e al loro improvvido e incontrollato ricorso a strumenti derivati, oppure alla recente crisi finanziaria globale e alle conseguenti nazionalizzazioni esplicite o implicite di interi settori del sistema finanziario, come, per esempio, quello statunitense.

Tuttavia una cosa è certa: il sistema sopra delineato è insostenibile se uno dei tre attori viene meno e se l'azione di ognuno non è improntata con efficienza al proprio obiettivo.

È quindi importante che quest'opera presenti i criteri (il *Value For Money* di cui al capitolo 1) che permettano di verificare se il ricorso al finanziamento privato di opere pubbliche consenta davvero di massimizzare il benessere collettivo o se, al contrario, miri soltanto ad aggirare norme di contenimento del debito pubblico, realizzando una condotta poco trasparente e alla fine dannosa per la collettività.

È parimenti fondamentale l'analisi comparativa dei presidi pubblicistici preposti a tale monitoraggio (ibidem), che indica le lacune del nostro Paese e nel contempo la strada per colmarle e l'urgenza di un'azione in tal senso.

È infine pregevole l'analisi degli strumenti e del mercato italiano del *Private Equity* (capitolo 2) e il *survey* dei fondi di *Private Equity* infrastrutturali (capitolo 3), sia per-

X Prefazione

ché svolta da due precursori e protagonisti di questi settori, sia, soprattutto, perché consente anch'essa di comprendere quali siano le pre-condizioni per impiegare tali strumenti, allo scopo di massimizzare il benessere collettivo.

In sintesi non posso quindi che confermare l'apprezzamento per quest'opera e auspicare che essa venga utilizzata come strumento dagli attori pubblici e privati del settore.

Essa mi offre d'altronde l'ulteriore opportunità di evidenziare il ruolo che le fondazioni ex bancarie hanno svolto, e ancora svolgono, non solo nel finanziare, ma anche e soprattutto nel promuovere la nascita e lo sviluppo di questi strumenti.

Vale quindi la pena che io ricordi, solo per fare alcuni esempi, che si deve alla Fondazione Cariplo la nascita del primo fondo di *Private Equity* italiano (Fondamenta), del primo fondo di housing sociale in Europa (Abitare Sociale 1) e del primo fondo mobiliare italiano dedicato al trasferimento di tecnologie (TT Venture); che si deve alla Compagnia San Paolo la nascita del primo fondo mobiliare italiano dedicato all'investimento nell'*equity* delle *partnership* pubblico-private (3P), e infine che si deve all'insieme delle fondazioni ex bancarie il recente orientamento della Cdp verso siffatti fondi e, primo fra tutti, la nascita di F2I.

Questo è avvenuto perché le fondazioni ex bancarie hanno da tempo compreso che il loro ruolo non è soltanto quello di finanziare a fondo perduto il Terzo Settore, grazie ai redditi del loro patrimonio e al coordinamento in prospettiva con le sempre maggiori donazioni dei filantropi privati, ma è anche quello di dedicare parte delle proprie risorse umane, progettuali e patrimoniali allo sviluppo degli strumenti di mercato, che questo libro analizza con grande lucidità.

Spero che questo messaggio possa accompagnare gli autori di quest'opera e i suoi lettori, come ulteriore spunto per una piena comprensione e valorizzazione del ruolo del Terzo Settore e delle fondazioni ex bancarie.

Milano, 25 luglio 2008

Introduzione

di *Marco Nicolai*

Il ruolo svolto dalle infrastrutture quale “volano” per lo sviluppo socio-economico del territorio è cosa nota, sia che ci si riferisca agli effetti a breve termine che la loro realizzazione, secondo una logica Keynesiana, produce sull’occupazione e sul PIL di un territorio, sia che ci si riferisca, in un orizzonte temporale di medio periodo, agli effetti attesi per la competitività e per lo sviluppo che garantisce a un sistema locale. Gli investimenti in infrastrutture, infatti, al pari di altre tipologie di investimenti, quali quelli in ricerca e sviluppo o in formazione del capitale umano, riverberano i propri benefici effetti sull’intero contesto socio-economico, e in tal senso assumono grande importanza per lo sviluppo competitivo dei singoli Paesi.

La globalizzazione, inducendo nazioni e territori a concorrere per attrarre capitali e risorse umane, ha ulteriormente reso urgente l’adeguamento infrastrutturale e ha chiamato le amministrazioni che li governano a misurarsi su come nei loro sistemi economico-sociali sia possibile, per le imprese come per le persone, godere delle economie di costo, tempo, e accesso che gli assets infrastrutturali garantiscono. Per favorire lo sviluppo del territorio non è sufficiente tentare di assecondare il fabbisogno infrastrutturale da esso espresso, ma è esigenza imprescindibile rincorrere un livello quali-quantitativo delle infrastrutture competitivo con altri paesi e funzionale ad attrarre uomini, denaro e merci. Ne consegue una domanda di infrastrutture in continua crescita, seguendo un trend che appare condizionato da numerosi fattori, quali, a titolo esemplificativo, l’espansione dell’economia mondiale, il progresso tecnologico, il cambiamento del clima, i processi di urbanizzazione e, non da ultimo, la crescente congestione delle infrastrutture esistenti.

Recenti stime dell’OCSE evidenziano che il fabbisogno medio annuo legato alla realizzazione e allo sviluppo delle infrastrutture a livello mondiale si assesterà intorno ai 1.800/1.900 miliardi di dollari su base annua per i prossimi 20 anni (circa il 2,4% del PIL mondiale) tali previsioni da un lato mettono in evidenza il forte impatto che gli investimenti attesi avrebbero sui conti pubblici dei vari Paesi e, dall’altro, delineano i contorni di nuove opportunità di investimento per il settore privato (operatori industriali, investitori istituzionali, mercato del risparmio gestito, ecc.). Tali dinamiche interesseranno non solo i cosiddetti Paesi in via di Sviluppo, ma anche i Paesi industrializzati, tra cui l’Italia, che è già alle prese con vincoli bilancistici sempre più stringenti e difficilmente, senza la cooperazione con i privati, potrà esprimere nuove risorse da destinare agli investimenti per l’adeguamento infrastrutturale del Paese.

La principale fonte di finanziamento degli assets infrastrutturali di pubblico interesse è infatti nel nostro paese stata rappresentata dal finanziamento pubblico (public funding), alimentato per lo più dall’emissione di nuovo debito pubblico. È evidente che tale modello di movimento mal si presta a essere perpetrato soprattutto in quei Paesi, come l’Italia, dove il bilancio pubblico è caratterizzato da un endemico disavanzo di gestione e dalla presenza di un debito pubblico consistente e difficilmente sostenibile.

Accanto a tale modello di finanziamento delle infrastrutture, nel corso degli ultimi anni, soprattutto nei Paesi a matrice anglosassone, si è andato sempre più affermando

XII Introduzione

un modello alternativo, che vede lo Stato qualificarsi sempre meno come “operatore di mercato” e sempre più come “controllore”. Tale modello, che si basa sulla cooperazione tra settore pubblico e privato, è noto come *public-private partnership* (PPP); l’applicazione di tale formula, dove i rischi e i benefici di un progetto vengono condivisi dalle controparti pubbliche e private, consente, come a più riprese indicato anche dall’OCSE, di perseguire nuovi programmi di sviluppo senza compromettere gli obiettivi di risanamento del bilancio pubblico.

Il ricorso al partenariato pubblico-privato consente, almeno sotto il profilo teorico, di far convergere interessi a prima vista divergenti; si afferma un nuovo paradigma per lo sviluppo economico del territorio, che fa convergere il fine perseguito dal soggetto privato (creazione di valore economico) con quello auspicato dall’ente pubblico (creazione di valore inteso quale utilità sociale).

L’evoluzione delle tecniche di PPP si accompagna, particolarmente negli ultimi anni, a quella che ha caratterizzato i mercati finanziari e che ha agevolato la diffusione di strumenti finanziari sempre più sofisticati e personalizzati alle specifiche esigenze e obiettivi di investimento. In tale scenario uno dei fenomeni più significativi è stato l’evoluzione dell’offerta dei fondi di *Private Equity* verso nuovi perimetri di attività e modelli di business, portandoli a sperimentare inediti profili di rischio, quali, per esempio, proprio quelli connessi alla realizzazione e gestione di infrastrutture.

Gli *infrastructure funds* si pongono certamente quali operatori privilegiati per veicolare risorse private a favore del sistema infrastrutturale; in tal senso possono svolgere un ruolo significativo a sostegno delle iniziative infrastrutturali sia come portatori di capitale sia come portatori di competenze, garantendo non solo parte della provvista finanziaria, ma anche l’apporto di conoscenze specialistiche da esercitare sia nella fase di progettazione e costruzione sia nella fase di gestione dell’opera.

Tale lettura appare poi particolarmente aderente all’attuale contesto finanziario, caratterizzato da forti tensioni (si pensi al recentissimo credit-crunch generatosi con la crisi dei mutui subprime americani), che di fatto dovrebbero spingere gli operatori del mercato verso investimenti gestiti con una logica manageriale piuttosto che speculativa.

Come è noto ai più, infatti, le leve su cui gli operatori di *Private Equity* perseguono i propri obiettivi di rendimento sono sintetizzabili nell’effettivo incremento di valore della partecipazione acquisita (generalmente parametrata sull’incremento dell’EBIT-DA), nell’arbitraggio di mercato (ovvero la differenza tra criteri o parametri di valutazione adottati in fase di acquisto e di vendita) e nell’impiego della leva finanziaria, che amplifica il rendimento per l’azionista in presenza di determinate condizioni.

Chiaramente l’intensità di utilizzo di queste “leve di redditività” può variare in funzione di vari elementi, quali l’andamento generale dell’economia e dei mercati finanziari, la performance delle imprese partecipate e la specifica tipologia di investimento adottata dall’investitore di *Private Equity*.

In un contesto come l’attuale, caratterizzato da mercati finanziari particolarmente volatili, si innescano processi per cui il ricorso alla leva finanziaria è limitato da fenomeni di razionamento del credito sia quantitativo che qualitativo (maggiore onerosità), che di fatto finisce per deprimere il rendimento atteso sull’*equity*.

Un discorso analogo vale per l’arbitraggio tra prezzi di acquisto e valutazioni di vendita, che nella condizione di instabilità attuale potrebbe comportare una maggiore volatilità delle attese sui rendimenti: è possibile che in fase di cessione non si riescano a ottenere le stesse valutazioni che si sono adottate in acquisto. Non è infatti da escludersi

che i criteri di valorizzazione vadano a mutare e che i multipli si abbassino, rendendo più complesso il raggiungimento di adeguati ritorni.

Agli operatori di *Private Equity* non rimarrebbe che una strada percorribile per il raggiungimento dei propri obiettivi di redditività: puntare su assets con “fondamentali solidi” che possano garantire, con l’adeguato apporto manageriale, l’effettivo incremento di valore delle partecipazioni.

Questa specifica fase congiunturale conduce il settore del *Private Equity* anche verso aree di business non precedentemente sperimentate, quali appunto gli assets infrastrutturali e in tale percorso sono accompagnati da soggetti che si aggiungono ai tradizionali operatori di *Private Equity* con caratteristiche giuridiche differenti, quali, per esempio, *investment bank*, società d’investimento, di *asset allocation* e operatori finanziari specializzati.

L’interesse degli operatori verso il settore è notevole: sono stati censiti 86 veicoli finanziari, riconducibili a 58 operatori, per una dotazione complessiva pari a poco più di 80 miliardi di euro. 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.

I fondi infrastrutturali, quindi, rappresentano già oggi un’importante frontiera di sviluppo per gli operatori del *Private Equity*, che sono già significativamente presenti in questo segmento dove stanno velocemente espandendo la loro operatività, e, se consideriamo le difficoltà che alcuni comparti del *Private Equity* si trovano ad affrontare, è probabile che l’attenzione per questo genere di investimenti possa aumentare nel prossimo futuro.

Tale processo di sviluppo degli operatori finanziari in genere, e in particolare di quelli del *Private Equity*, va certamente visto con favore, in quanto, nell’ambito dei processi di adeguamento infrastrutturale posti in essere o programmati nei vari Paesi, consentirebbe di reperire una significativa fonte finanziaria da indirizzare verso nuovi investimenti, tanto importanti per lo sviluppo socio-economico del territorio. Tuttavia, per veicolare tali risorse sia nell’ambito di schemi di intervento di PPP che al di fuori di essi, è necessario che l’Ente pubblico comprenda le modalità e le peculiarità di intervento di tali operatori e li ponga nelle condizioni di valutare le opportunità di investimento con caratteristiche compatibili alla loro operatività, non dimenticando che anche in questo campo, come in molti altri, ci sarà una vera e propria competizione a livello di sistema-paese; auspichiamo quindi che il sistema pubblico italiano sappia strutturarsi adeguatamente, sia a livello normativo-procedurale che tecnico-professionale, per sapere cogliere al meglio tale importante occasione.