

02

Cassa depositi e prestiti

# Capitale per lo sviluppo

Strumenti finanziari europei a sostegno delle imprese e degli investimenti



# Report monografico

# Capitale per lo sviluppo

Strumenti finanziari  
europei a sostegno  
delle imprese e  
degli investimenti



Cassa depositi e prestiti

*Il presente documento è distribuito da Cassa depositi e prestiti S.p.A.*

*Le informazioni contenute in questo documento costituiscono il risultato di elaborazioni condotte da Cassa depositi e prestiti S.p.A., su dati che possono provenire da varie fonti.*

*Tali fonti sono ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Cassa depositi e prestiti S.p.A. relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.*

*Le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui riportate.*

*Tutte le informazioni contenute nel presente documento potranno, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di modifica o aggiornamento da parte di Cassa depositi e prestiti S.p.A., senza alcun obbligo da parte della stessa di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.*

*Tutti i dati citati nel presente documento sono pubblici.*

*La presente pubblicazione viene fornita per meri fini di informazione e illustrazione, e a titolo meramente indicativo, non costituendo pertanto la stessa, in alcun modo, una proposta di conclusione di contratto, una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario o un servizio di consulenza.*

*Cassa depositi e prestiti S.p.A. non deve essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.*

*In considerazione delle attività che Cassa depositi e prestiti S.p.A. è statutariamente deputata a svolgere, tra le quali finanziare gli investimenti del settore pubblico, la stessa potrebbe prestare attività tipicamente bancarie, tra le quali l'erogazione del credito ai soggetti menzionati nel presente documento.*

#### Copyright

*Il presente documento non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso di Cassa depositi e prestiti S.p.A. Il copyright e ogni diritto di proprietà intellettuale su dati, informazioni, opinioni e valutazioni contenuti nel presente documento è di pertinenza di Cassa depositi e prestiti S.p.A., salvo diversamente indicato.*

*Le informazioni contenute nel presente rapporto sono aggiornate, ove possibile, ai dati disponibili al 26/11/2013.*

**A cura di:**

**Edoardo Reviglio** | *Responsabile Ricerca e Studi*  
edoardo.reviglio@cassaddpp.it

**Gino Del Bufalo** | *Coordinamento Gruppo di lavoro*  
gino.delbufalo@cassaddpp.it

**Davide Ciferri**  
davide.ciferri@cassaddpp.it

**Annachiara Palazzo**  
annachiara.palazzo@cassaddpp.it

**Daniela Alterio** | *Coordinamento editoriale*  
daniela.alterio@cassaddpp.it



	<b>Executive Summary</b>	
<b>01</b>	<b>La necessità di equity per una crescita economica sostenibile</b>	<b>08</b>
01.1	Le banche europee ed il deleveraging bancario	11
01.2	Aspetti microeconomici sul ruolo del capitale di rischio	13
01.3	Il ruolo dell'equity e degli investitori di lungo periodo	17
01.4	Il rapporto tra investimenti diretti esteri e crescita	20
<b>02</b>	<b>Fondi sovrani e investimenti strategici di lungo termine</b>	<b>30</b>
02.1	Gli investimenti diretti dei fondi sovrani	34
02.2	Fondi non-commodity: alcuni esempi in Asia	39
02.2.1	China Investment Corporation	39
02.2.2	Temasek Holdings	42
02.3	Fondi commodity: alcuni esempi in Medio Oriente ed Europa	46
02.3.1	Qatar Investment Authority	46
02.3.2	Government Pension Fund - Global	48
<b>03</b>	<b>Equity per le imprese</b>	<b>54</b>
03.1	I Fondi d'investimento strategici in Francia e Italia	58
03.1.1	Fondo Strategico di Investimento Francese	58
03.1.2	Fondo Strategico Italiano	60
03.2	Equity per le PMI: i fondi delle grandi banche pubbliche europee	69
03.2.1	Fondo europeo per gli investimenti	72
03.2.2	KfW	73
03.2.3	CDC Entreprises	75
03.2.4	Fondo Italiano di Investimento	77
<b>04</b>	<b>Equity per le infrastrutture</b>	<b>84</b>
04.1	Il ruolo degli incentivi	87
04.2	I fondi infrastrutturali	88
04.3	Fondi infrastrutturali partecipati da CDP	92
04.3.1	Fondo F2i	92
04.3.2	Fondo Marguerite	103
04.3.3	Fondo InfraMed	107
	<b>Bibliografia</b>	<b>110</b>

## Indice dei Focus

Altri veicoli d'investimento sovrani	31
Fondi settoriali del FSIF	59
Cassa depositi e prestiti S.p.A.	61
Alcuni Investimenti per la crescita del Fondo Strategico Italiano	66
Alcuni investimenti diretti del Fondo Italiano di Investimento	78
Gli investimenti di F2i nel settore della fibra ottica	96
Il Long-Term Investors Club	103
Alcuni investimenti del Fondo Marguerite	106
Alcuni investimenti del Fondo InfraMed	108

## Abbreviazioni

AuM	Asset under management
BAB	Build America Bond
BCE	Banca Centrale Europea
BEI	Banca Europea per gli Investimenti
BERS	Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo
BIS	Bank for International Settlements
CAGR	Compound Average Growth Rate
CdA	Consiglio di Amministrazione
CDC	Caisse des Dépôts et Consignations
CDP	Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.
CIC	China Investment Corporation
EBA	European Banking Authority
EBF	European Banking Federation
EBITDA	Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortisation
FEI	Fondo Europeo di Investimento
FII	Fondo Italiano di Investimento
FMI	Fondo Monetario Internazionale
FSI	Fondo Strategico Italiano
FSIF	Fonds Stratégique d'Investissement
GPIFG	Government Pension Fund - Global
ICO	Instituto de Credito Oficial
IDE	Investimenti diretti esteri

ILT	Investimenti di lungo termine
IWG	International Working Group
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
LTI	Long-term investors
LTIC	Long Term Investors' Club
LTRO	Long Term Refinancing Operation
OCSE	Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico
PKO	PKO Bank Polski
PMI	Piccole e Medie Imprese
QH	Qatar Holding
QIA	Qatar Investment Authority
RDIF	Russian Direct Investment Fund
RWA	Risk weighted assets
SWF	Sovereign Wealth Funds
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## Unità di misura

'000	Migliaia
mln	Milioni
mlrd	Miliardi
n.	Numero
p.p.	punti percentuali

# Executive Summary

La crisi che stiamo vivendo è dovuta, in larga parte, ad un eccesso di debito privato – a sua volta, conseguenza di una crescita abnorme della leva finanziaria (ovvero del rapporto tra capitale e debito).

Il debito ha messo in difficoltà il sistema economico provocando tre principali effetti.

Primo, una forte riduzione di risorse pubbliche per sostenere l'economia, in seguito al costo degli interventi di salvataggio delle banche e, soprattutto, agli effetti negativi della recessione sui saldi di finanza pubblica.

Secondo, una riduzione dell'offerta di credito a medio e lungo termine all'economia, in seguito al processo di aggiustamento dei bilanci del sistema bancario.

Terzo, una riduzione nell'offerta di capitale per le imprese (già parzialmente sottocapitalizzate), dovuto ad un generale prosciugamento dei canali di finanziamento all'economia e ad un mutata percezione del rischio.

Si è venuto così a creare un "circolo vizioso" tra i grandi settori dell'economia (banche, imprese e settore pubblico) che sembra destinato ad avere conseguenze negative di lungo periodo sulla crescita.

Cosa fare?

È necessario, innanzitutto, aumentare il capitale nel sistema economico.

Hanno bisogno di capitale le banche per ridurre la leva, adeguarsi ai criteri di Basilea III e riprendere a finanziare le imprese.

Hanno bisogno di capitale le stesse imprese per migliorare i ratio tra debito e capitale, accedere a nuovi finanziamenti e tornare a investire per crescere e per internazionalizzarsi.

Hanno bisogno di capitale le infrastrutture, in particolare quelle nuove, per consentire la predisposizione di piani economico-finanziari sostenibili nel lungo periodo.

Vi è dunque bisogno di nuovo capitale per fare ripartire l'economia.

Cosa può fare il settore pubblico, insieme al settore privato, per favorire questo processo?

In generale, soprattutto in Europa, è necessario creare le migliori condizioni per attirare e attivare investimenti nazionali ed esteri. Tali condizioni appaiono ad oggi perfino ovvie: un quadro politico, istituzionale e di finanza pubblica (europeo e nazionale) stabile; un sistema regolamentare (contabile e fiscale) che non penalizzi, ma piuttosto incentivi, gli investimenti di medio e lungo periodo; la creazione e il rafforzamento di strumenti pubblici e pubblico-privati di co-investimento in capitale di rischio, attraverso l'offerta di "capitale paziente" (e garanzie) con un orizzonte di lungo periodo.

Questo Rapporto si occupa prevalentemente del terzo tipo d'intervento: del ruolo, cioè, che le grandi banche di sviluppo e agenzie pubbliche e pubblico/private europee, indipendentemente e/o insieme alla BEI e alla Commissione Europea, hanno avuto nel creare strumenti finanziari per fornire capitale all'economia e catalizzare gli investimenti privati ed il risparmio sui mercati nazionali e internazionali.

Il ruolo di tali istituzioni sta diventando sempre più importante per garantire quelle risorse necessarie a soddisfare la domanda di capitale che emerge dal sistema produttivo, alla luce delle difficoltà del settore privato nell'aumentare i propri impegni in capitale di rischio e del settore pubblico nell'attuare politiche economiche a sostegno dell'economia.

Le grandi banche di sviluppo europee possono rivelarsi particolarmente efficaci per ottenere questi obiettivi. Si tratta, infatti, di istituzioni patrimonialmente solide, che pur operando in una logica di mercato, si caratterizzano per essere strumenti delle politiche pubbliche dei Governi piuttosto che soggetti orientati al solo profitto. Ciò permette loro di investire con orizzonti temporali più lunghi rispetto a quelli dei normali operatori di mercato e contestualmente di richiedere ritorni più contenuti, anche se sufficientemente adeguati per remunerare il proprio capitale. Infatti, essendo operatori di mercato, le banche di sviluppo devono garantire in ogni momento l'equilibrio economico finanziario dei loro impieghi, soprattutto a fronte di una raccolta proveniente, nella maggior parte dei casi, da risorse private e non pubbliche.

Inoltre, la loro attività va considerata come complementare e non in concorrenza con il mercato stesso. Questa complementarità deriva dalla necessità di intervenire nei casi di fallimento del mercato finché questi si manifesteranno. Non vi è, quindi, un pericolo di spiazzamento del capitale privato.

Ma qual è, più in generale, il ruolo del capitale di rischio – e in particolare nel medio e lungo periodo – per la crescita economica?

Nel Rapporto abbiamo individuato alcune delle ragioni che rendono il capitale di rischio particolarmente importante in questa fase dell'economia europea.

In primo luogo, il capitale consente di controbilanciare il massiccio fenomeno di deleveraging iniziato con la crisi, dando stabilità finanziaria al sistema, condizione essenziale per una crescita sostenibile e di lungo periodo.

In secondo luogo, un maggior apporto di capitale permette alle imprese di ristabilire un'adeguata flessibilità finanziaria che consente non solo di superare eventuali contingenze impreviste, in particolare durante le recessioni e/o a seguito di flessioni dei ricavi, ma soprattutto di sfruttare potenziali opportunità di investimento, al fine di diversificare e/o espandere le attività con l'obiettivo di promuovere la crescita e la sostenibilità. Non a caso, proprio le imprese di maggior successo si distinguono spesso per un livello di indebitamento al di sotto della media settoriale, oltre che per la preferenza accordata al capitale di rischio quale strumento per assicurarsi flessibilità e per investire in miglioramenti della competitività (con investimenti in R&S, per esempio).

Infine, un maggior ricorso al capitale proprio non solo riduce il costo complessivo dell'onere del debito, ma aumenta anche considerevolmente la probabilità di continuità aziendale e consente all'impresa di non intaccare altre opportunità di crescita (interna e/o esterna).

Il capitale proprio è quindi la prima linea di difesa contro i rischi finanziari associati alle attività imprenditoriali in generale, e alle attività bancarie e assicurative in particolare, oltre a rappresentare nello specifico lo strumento chiave per la vigilanza prudenziale.

Gli investimenti in capitale di rischio, quindi, incanalano le risorse disponibili producendo effetti positivi sui moltiplicatori economico-finanziari; contribuiscono al ripristino della capacità delle banche di finanziare l'economia; favoriscono la capacità di realizzazione delle infrastrutture con conseguenti benefici estesi anche alle generazioni future; infine, promuovono l'attrazione delle risorse del settore privato e dei fondi sovrani.

Il Rapporto è diviso in quattro capitoli. In particolare:

- > il capitolo 1 definisce i contorni dell'attuale contesto di riferimento, soffermandosi sull'impatto del deleveraging sulla crescita economica e sulla trasmissione dei rischi finanziari tra enti sovrani e sistema bancario. Inoltre, viene descritta l'importanza degli investimenti in capitale di rischio sia dal punto di vista microeconomico sia macroeconomico ed il potenziale ruolo degli investitori istituzionali.
- > il capitolo 2 affronta il tema dei fondi sovrani che rappresentano un esempio importante di veicoli attraverso cui la strategia di investimento dei singoli Governi nazionali può essere realizzata.
- > il capitolo 3 si focalizza sul capitale di rischio per le imprese, con un particolare focus sugli strumenti finanziari, controllati direttamente o indirettamente dal settore pubblico, per rafforzare la patrimonializzazione delle imprese strategiche (fondi strategici nazionali) e delle PMI.
- > il capitolo 4, infine, approfondisce il ruolo del capitale di rischio e quello dei fondi (brownfield e greenfield) negli investimenti in infrastrutture.

# 01 La necessità di equity per una crescita economica sostenibile

La necessità di equity per imprese e infrastrutture

L'economia europea sta vivendo una delle fasi più critiche della sua storia recente. Una crisi che si caratterizza per due aspetti fondamentali: la crisi dei debiti sovrani (con la conseguente incapacità, o maggiore difficoltà, per i Governi di finanziare la propria politica fiscale) e quella finanziaria nel settore privato, soprattutto bancario, che in seguito al deleveraging riduce l'offerta di credito al sistema economico (imprese e famiglie).

Le imprese hanno la necessità di tornare a equilibri patrimoniali sostenibili, aumentando lo stock di capitale di rischio.

La strada verso una crescita solida può essere intrapresa anche attraverso ambiziosi programmi di rinnovamento infrastrutturale. Anche in questo caso, c'è bisogno di capitale di rischio per la costruzione di piani economico-finanziari sostenibili nel lungo periodo, capaci di attirare capitali e risparmio privati.

Vi è dunque bisogno di capitale per fare ripartire l'economia, in un momento in cui il settore privato ha difficoltà ad aumentare autonomamente i propri impegni in capitale di rischio e il settore pubblico a sostenere l'economia con interventi diretti, dati gli stretti vincoli di bilancio.

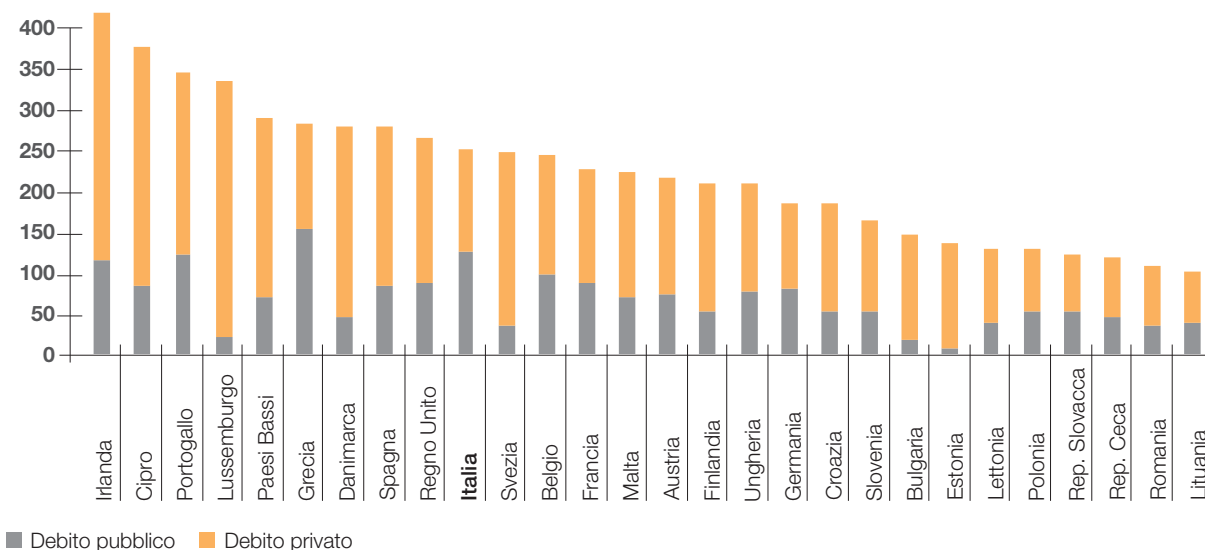
L'elevato livello d'indebitamento complessivo attuale (Grafico 1) continua a rappresentare un onere per i disavanzi pubblici oltre che per le imprese private (banche e società) e, in una certa misura, per le persone fisiche e le famiglie. I Paesi con elevati livelli di debito pubblico e privato devono trovare il giusto mix di politiche economiche e finanziarie per facilitare il necessario riequilibrio e consentire un processo ordinato di deleveraging, ovvero di riduzione del grado di leva finanziaria.

Le evidenze empiriche mostrano come le grandi crisi finanziarie siano quasi sempre seguite da lunghe fasi di deleveraging, che ne prolungano gli effetti recessivi sull'attività economica. In passato, tale processo di dismissione degli attivi, conseguente alla fase iniziale della recessione, è durato in media fra i 6 e 7 anni (Figura 1), con una riduzione del rapporto debito/PIL del 25% e un pesante effetto di trascinamento sulla crescita del PIL<sup>1</sup>.

8

Si riducono le risorse per sostenere la crescita

Grafico 1 – Debito pubblico e debito privato, 2012 (% PIL)



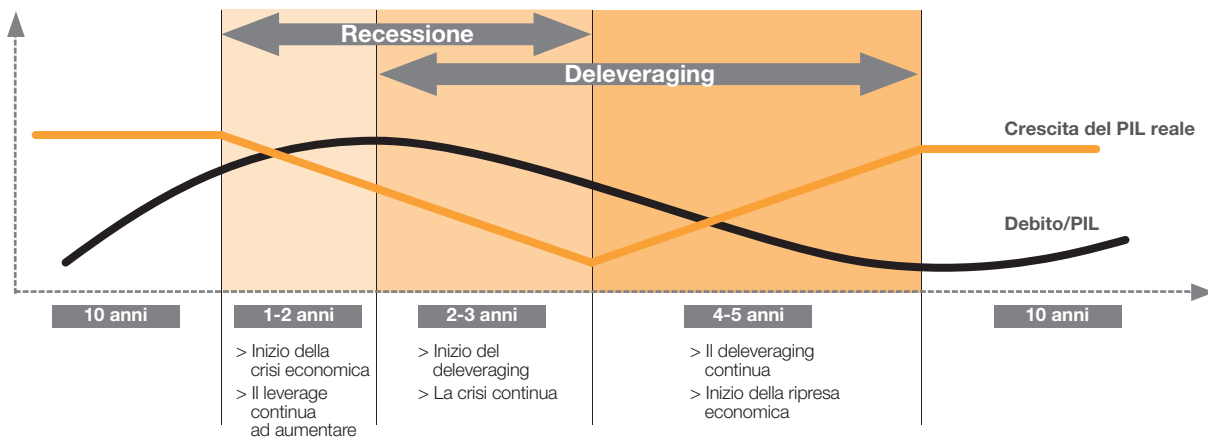
Fonte: Eurostat, 2013

(1) McKinsey Global Institute - MGI (2010).

Di fatto, quando consumatori, imprese e amministrazioni pubbliche procedono in contemporanea al rimborso dei propri debiti, le conseguenze inevitabili sono una riduzione della crescita e un contestuale aumento della disoccupazione.

Deleveraging e mancata crescita economica

Figura 1 – L’impatto del deleveraging sulla crescita del PIL in termini reali



Fonte: CDP su dati MGI, 2010

Il deterioramento dei saldi di finanza pubblica, conseguente alla crisi economico-finanziaria, ha contribuito all’aumento del rischio sovrano, producendo effetti negativi sui costi di provvista delle banche tramite diversi canali<sup>2</sup>.

In primo luogo, infatti, ha indebolito il sistema finanziario tramite il risultante deprezzamento delle consistenze bancarie dei titoli sovrani. Tale processo ha portato a una riduzione del valore delle attività che le banche hanno utilizzato a garanzia nella raccolta di liquidità dalla Banca Centrale<sup>3</sup>. Inoltre, un indebolimento del debito sovrano spesso determina come effetto un declassamento dei rating degli istituti bancari nazionali e, di conseguenza, un aumento dei rispettivi costi di provvista. Secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale (FMI)<sup>4</sup>, le banche europee hanno cominciato a ridurre la leva finanziaria dalla seconda metà del 2011 e si sono liberate di quasi il 7% dei loro attivi entro la fine del 2012, con una prevista riduzione complessiva dello stato patrimoniale di € 2.000 mld entro la fine del 2013<sup>5</sup>.

Per ridurre la leva, le banche possono, in teoria, rafforzare il loro capital ratio in diversi modi: aumentare il capitale proprio (equity), ridurre la distribuzione di dividendi, gestire le passività in modo da ridurre gli indici di indebitamento e vendere attivi, diminuendo l’ammontare totale degli asset ponderati per il rischio (risk-weighted assets o RWA). Nell’attuale contesto economico, è più probabile che le banche sceglieranno di ridurre gli attivi piuttosto che intervenire sul lato dell’equity.

A tal fine, le principali strategie che le banche possono perseguire sono, da un lato, la dismissione di titoli e attivi non-core, dall’altro, la contrazione dell’offerta di credito. Considerato che le operazioni sui titoli trovano un limite naturale nel fatto che vendere al momento sbagliato può avere potenziali effetti economici negativi, è probabile che le banche tenderanno a ridurre il tasso di indebitamento agendo anche e soprattutto sul credito.

Secondo stime del FMI, rispetto al 2012, in 2 anni, circa un quarto del deleveraging del settore bancario potrebbe derivare da una riduzione dei prestiti, producendo una contrazione sull’offerta di credito nell’Area Euro pari a circa l’1,7%. Inoltre, evidenze tratte da dati raccolti dalla Banca Centrale Europea (Tabella 1) indicano che le banche stanno modificando la composizione del loro portafoglio crediti, riducendo soprattutto i prestiti a medio termine a causa dell’incertezza del contesto economico e finanziario<sup>6</sup>.

9

Il deleveraging nel settore bancario

La possibile riduzione degli attivi delle banche

Credit crunch per investimenti di lungo termine

(2) Banca dei Regolamenti Internazionali - BIS (2011).  
 (3) Le banche fanno ampio ricorso ai titoli sovrani quali collaterale per garantire la raccolta presso le banche centrali, i mercati dei pronti contro termine privati, l’emissione di covered bond ecc. Con l’aumento dei timori circa il debito sovrano e il calo dei prezzi dei relativi titoli, il valore di quel pool di collaterale si restringe.  
 (4) Il Fondo Monetario Internazionale ha sviluppato queste stime analizzando i dati da un campione di 58 banche con sede nell’Unione Europea. La stima si riferisce a uno scenario a politiche economiche invariate.  
 (5) Morgan Stanley Research (2011) stima che la dismissione degli attivi bancari in Europa rappresenterà circa € 1.500-2.500 mld in due anni.  
 (6) Banca Centrale Europea (2013a).

Tabella 1 – Finanziamenti delle istituzioni monetarie e finanziarie al settore privato

	Tassi di crescita annui %					Consistenze (€ mld)
	2012 Q4	2013 Q1	2013 Feb.	2013 Mar.	2013 Apr.	
Imprese non finanziarie	-2,3	-2,4	-2,6	-2,4	-3,0	4.487,9
Fino a 1 anno	0,1	1,4	0,4	1,4	-1,0	1.146
Da 1 a 5 anni	-5,3	-5,8	-5,3	-5,8	-6,1	817
Oltre 5 anni	-2,3	-3,0	-3,0	-3,0	-2,9	2.677

Fonte: Banca Centrale Europea, 2013

Nota: i dati trimestrali sono medie; dati corretti per tenere conto degli effetti stagionali e di calendario.

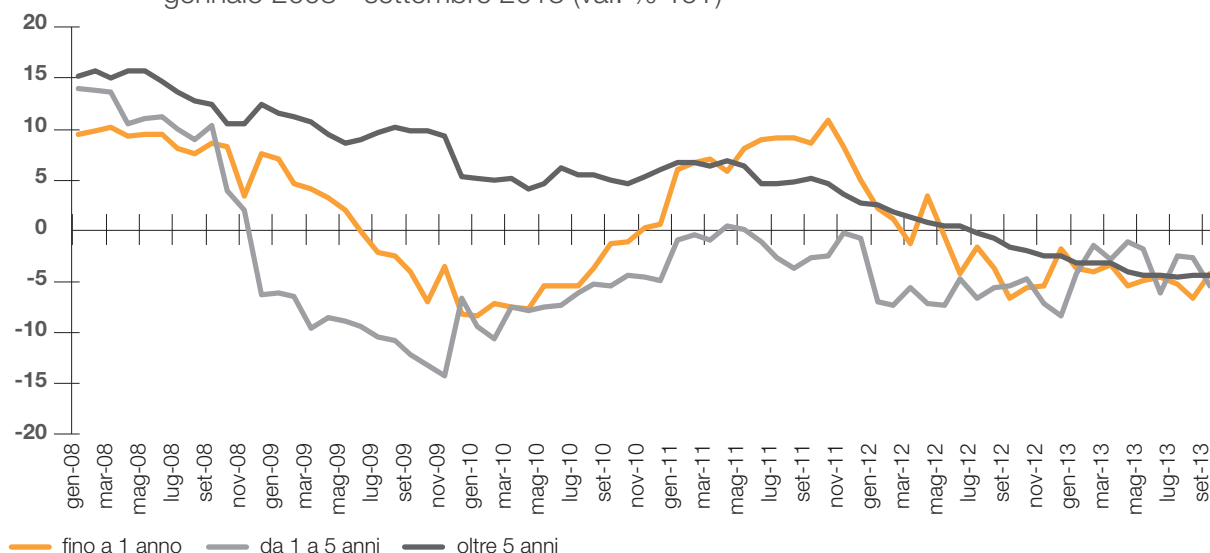
In particolare, secondo l'indagine trimestrale sul credito bancario nell'Area Euro di aprile 2013, l'inasprimento delle condizioni applicate all'approvazione di credito alle imprese è stato ampiamente superiore per i finanziamenti a lungo termine rispetto a quelli a breve<sup>7</sup>.

La riduzione  
del credito  
in Italia

I risultati non cambiano per il nostro Paese: i dati della Banca d'Italia indicano un netto calo soprattutto nell'offerta di credito a lungo termine<sup>8</sup> (Grafico 2).

Grafico 2 – Il credito delle banche italiane a imprese non finanziarie, per classe di durata, gennaio 2008 - settembre 2013 (var. % YoY)

10



Fonte: Banca d'Italia, 2013

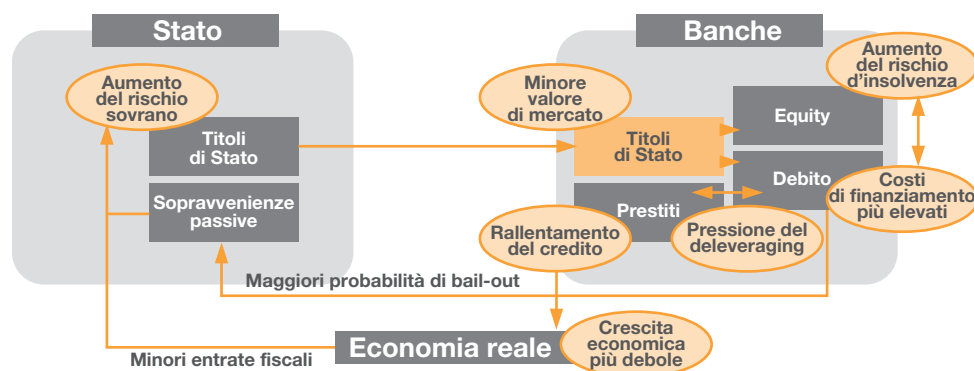
L'evoluzione della dinamica di offerta di credito ha effetti importanti sulle imprese: i finanziamenti a breve termine non possono sostituire quelli a medio-lungo termine e le imprese rischiano di trovarsi senza le risorse per finanziare i progetti e gli investimenti di lungo periodo necessari a crescere, innovare e migliorare la competitività. Se tale fenomeno fosse confermato, potrebbero registrarsi gravi effetti negativi per l'economia reale e i mercati di capitali sia nell'Area Euro sia a livello globale.

Con il tempo, la riduzione della leva finanziaria produce effetti sulla totalità degli attori economici, diffondendo tensioni e difficoltà per le famiglie, le istituzioni finanziarie e le imprese. Le famiglie riducono il debito, il saggio di risparmio diminuisce, e così la loro propensione all'investimento (Figura 2).

(7) L'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dalla BCE (2013b) ha interessato un campione di 124 banche dell'Area Euro. Nella sezione relativa ai finanziamenti a lungo termine, alla domanda "Negli ultimi tre mesi, in che modo sono cambiate le condizioni applicate all'approvazione di finanziamenti o linee di credito alle imprese?" il 45% delle banche interpellate ha risposto che le condizioni hanno registrato un inasprimento, a fronte del 20% in gennaio. Con riferimento ai finanziamenti a breve, la percentuale è scesa rispettivamente al 26% e 11%.

(8) Banca d'Italia (2013).

Figura 2 – Trasmissione dei rischi tra enti sovrani e sistema bancario



Fonte: FMI, 2012

Un'analisi del FMI basata sull'esperienza di tre episodi storici di deleveraging in Economie avanzate (Finlandia, Giappone e Svezia) indica chiaramente che, in ciascun caso, il debito delle famiglie quale percentuale del PIL è diminuito regolarmente per un periodo di 6-10 anni prima di toccare un minimo fra il 10% e il 35% inferiore ai livelli di picco<sup>9</sup>. La riduzione del grado d'indebitamento delle famiglie ha un effetto negativo sulla crescita economica nella misura in cui induce tagli ai livelli dei consumi e della spesa.

Gli effetti del deleveraging sulle famiglie

Sul mercato finanziario, la necessità di diminuire il debito spinge le banche e altri intermediari finanziari a ridurre il credito e inasprire le condizioni di finanziamento. Al tempo stesso, le imprese in difficoltà sono obbligate – per il calo della domanda – a vendere attività contribuendo a una generale riduzione dei prezzi.

Mentre il livello dei prezzi diminuisce e aumenta l'onere del debito in termini reali, le imprese hanno difficoltà a ottenere finanziamenti e, di conseguenza, sono costrette a ridimensionare i nuovi investimenti, con conseguenze negative sui livelli occupazionali, provocando un aumento del tasso di disoccupazione.

In questa situazione, molte imprese per altri versi solide o addirittura in utile e con buone prospettive si trovano a dover rivedere drasticamente i propri piani industriali, non riuscendo ad accedere al credito necessario per effettuare gli investimenti ed allo stesso tempo ad allocare le proprie risorse finanziarie in titoli a breve, piuttosto che impiegarli per investire, acquistare macchinari o assumere personale.

Al fine di riequilibrare il processo di deleveraging nei prossimi anni, esiste una forte necessità di accrescere la quota degli investimenti istituzionali in capitale di rischio, soprattutto nelle Economie avanzate.

11

## 01.1 | Le banche europee ed il deleveraging bancario<sup>10</sup>

Gli effetti negativi del deleveraging bancario sulla ripresa economica sono più pesanti in Europa che negli Stati Uniti. In Europa, infatti, le banche hanno avuto sempre un ruolo centrale nel finanziamento di medio e lungo periodo dell'economia. Negli USA, invece, è il mercato dei capitali che finanzia gran parte delle iniziative. Ciò è principalmente dovuto alle differenze strutturali tra i due sistemi. Dai dati della European Banking Federation (EBF) emerge che, nel 2010, il totale degli attivi di bilancio delle banche USA era pari a € 8.600 mld (l'80% del Pil), quelli delle banche europee a € 42.900 mld (il 350% del Pil). Negli USA, per esempio, durante il periodo 2008-2009, grazie all'Obama Recovery Plan, sono state finanziate opere pubbliche per circa US\$ 200 mld mediante il collocamento sul mercato di project bond (i c.d. Build America Bonds - BABs)<sup>11</sup>. In Europa, come si

Differenze strutturali tra il sistema bancario europeo e statunitense

(9) Fondo Monetario Internazionale (2012).

(10) Questa sezione riproduce parzialmente la sezione 2 di F. Bassanini e E. Reviglio(2013)

(11) I BABs sono emessi da enti pubblici (Municipalities o Public Authorities). Il loro successo è dipeso anche dagli incentivi fiscali concessi e dal fatto che esiste un ampio e profondo mercato dei "municipal bond" su cui essi vengono negoziati. Di solito una stessa entità pubblica finanzia varie opere che vengono poi raccolte ("bundled") in un unico bond, bilanciando così il rischio dei flussi di cassa delle varie iniziative. I BABs non sono conteggiati nel debito pubblico, cosa che in Europa non sarebbe consentita dalle regole Eurostat. Per questa ragione i project bond europei verranno emessi direttamente dalle società di progetto e non dalle amministrazioni pubbliche.



vedrà, la crisi ha ridotto i finanziamenti bancari degli investimenti delle PMI e delle infrastrutture, e il mercato stenta a sostituirli.

**Cambiamenti strutturali nel modello di business...**

Ma perché le grandi banche europee non finanziano più l'economia reale? Dal recente Rapporto Liikanen, redatto su richiesta del Presidente della Commissione europea, è emerso un eccesso di rischio nelle banche europee – prevalentemente nelle attività di trading, soprattutto nei prodotti più complessi e nel finanziamento al settore immobiliare – e un eccessivo affidamento a fonti di raccolta a breve. Il rischio non è stato protetto da sufficiente capitale. Inoltre, il rischio sistemico era fondato su legami troppo stretti tra i vari attori del mercato finanziario. La quota dei ricavi da margine d'interesse, che rappresenta tipicamente l'attività d'intermediazione tra i depositi e i prestiti, ha iniziato a scendere rispetto ad altre fonti di ricavo. Attualmente, le prime dieci banche europee hanno un rapporto tra prestiti ai clienti/totale attivi che nella media non supera il 30%.

**... e nell'attività di intermediazione delle banche**

In sintesi, il sistema delle grandi banche europee è cresciuto oltre misura prima della crisi e ha continuato a crescere anche dopo. Ma l'attività tradizionale d'intermediazione del risparmio verso gli investimenti produttivi si è fortemente ridotta rispetto ad altre attività, tra le quali quella del trading che tuttora è di gran lunga l'attività più ampia. A fronte di questa crescita di attività rischiose, remunerative e di breve periodo, la leva è aumentata a livelli abnormi. Le grandi banche del Continente per aumentare il capitale senza dover ricorrere al mercato tendono: (a) ad accrescere i ricavi di breve e high yield in modo da portare utili a capitale, (b) a dismettere attivi patrimoniali (deleveraging), e (c) a forzare il rientro dei prestiti concessi senza attivarne di nuovi (provocando così il fenomeno del credit crunch). Con un costo del denaro così basso, questa scelta è certamente "razionale", soprattutto per le banche del nord Europa, ma mortifica il finanziamento a medio e lungo termine all'economia, cioè il finanziamento degli investimenti. Al riguardo, quattro aspetti vanno considerati: (1) gli effetti negativi sugli investimenti di lungo termine (ILT) dei requisiti di capitale e liquidità previsti da Basilea III; (2) il fabbisogno di liquidità del sistema finanziario europeo, (3) la necessità di "ripulire" i bilanci di alcune banche e infine (4) le differenze normative tra i sistemi nazionali, che sono spesso già "scontate" dal mercato, ma che non sono prese in debita considerazione dai regolatori internazionali ed europei.

12

Recentemente l'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha pubblicato il suo rapporto sulla ricapitalizzazione delle banche, stimando un fabbisogno per aumenti di capitale di € 200 mld (che molti esperti pensano debba essere elevato a € 350/400 mld). A questi si potrebbero aggiungere i costi dell'armonizzazione dei criteri di supervisione e vigilanza imposti dall'Unione bancaria.

**Impatto di Basilea III**

E' noto che tanto i capital quanto i liquidity ratio previsti da Basilea III (e dalla Direttiva UE CRD IV che ne recepirà le regole in Europa), penalizzano il finanziamento bancario degli ILT, innanzitutto imponendo alle banche di prevedere margini più alti sulla loro raccolta. Così le banche europee stanno progressivamente riducendo i loro risk-weighted asset (che rappresentano il denominatore nei loro capital ratio) piuttosto che aumentare l'equity (il numeratore). Alcuni analisti finanziari<sup>12</sup> hanno stimato che il deficit di liquidità di breve periodo per le banche europee arriva così a € 1.300 mld e quello di medio-lungo periodo a € 2.300 mld.

Anche le condizioni per la raccolta delle banche si sono fortemente deteriorate nel 2011. Le due operazioni della BCE di rifinanziamento straordinario a tre anni (LTRO) hanno contribuito ad alleviare la crisi di liquidità. Ma non potevano ovviamente avere effetti sul finanziamento a medio-lungo termine<sup>13</sup>. In più, molte grandi banche europee devono "pulire" i propri bilanci. La BIS stima che un terzo del processo di deleveraging riguarderà la vendita o la cancellazione di asset cartolarizzati di bassa qualità e altri impieghi rischiosi.

**La finanza di progetto...**

Ciò vale in particolare per le infrastrutture in finanza di progetto (la quale, come si è detto, diventa cruciale quando la crisi fiscale obbliga a ridurre gli investimenti pubblici). Prima della crisi, il sistema bancario europeo finanziava oltre il 90% della componente di debito di queste iniziative (e oltre i due terzi a livello globale). Gli investitori istituzionali (in primis, fondi pensione e assicurazioni) coprivano intorno al 40% del finanziamento bancario di medio e lungo termine per le infrastrutture, acquisendo nel proprio portafoglio i corporate bond bancari o i prestiti cartolarizzati delle iniziative. Le

(12) McKinsey, *Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation*, McKinsey Working Papers on Risk, N. 26, Nov. 2010.

(13) La BIS ha stimato che un terzo degli € 1.000 mld cumulati delle due LTRO è stato ridepositato presso la BCE a copertura dei bond in scadenza nei prossimi anni, un terzo è stato usato per "carry-trade" (compreso l'acquisto di titoli di Stato) e solo poco meno di un terzo per il finanziamento dell'economia reale e delle infrastrutture.

assicurazioni monoline garantivano il rischio legato all'eventuale instabilità (temporanea) dei flussi di cassa generati dalle opere finanziate. Con la crisi, questo modello ha smesso di funzionare. Le assicurazioni monoline sono quasi scomparse; la nuova regolamentazione ha disincentivato le assicurazioni vita ed i fondi pensione dall'investire in attivi infrastrutturali; le banche europee, che già devono fare i conti con la crisi e con i nuovi più stringenti ratio, incontrano (nei paesi periferici) costi di raccolta elevati e hanno incominciato a non fidarsi più le une delle altre: è diventato così difficile sindacare prestiti, soprattutto se a medio e lungo termine<sup>14</sup>. Sommandosi alla riduzione dei contributi pubblici a fondo perduto e all'aumento del costo dei finanziamenti, tutto ciò ha prodotto il blocco di un gran numero di investimenti infrastrutturali.

Un analogo effetto negativo ha riguardato anche il finanziamento degli investimenti delle imprese, determinanti per la competitività e la crescita (come gli investimenti in R&D, innovazione, tecnologie e capitale umano). I requisiti di capitale previsti dal nuovo quadro regolatorio colpiscono in particolare il finanziamento bancario delle PMI. Dagli ultimi dati della BCE emerge che nell'ultimo anno circa il 20% delle PMI ha visto peggiorare le proprie condizioni di accesso al credito, mentre solamente il 4% delle grandi imprese sarebbe stato colpito da fenomeni di credit crunch. Le grandi imprese in più continuano a poter far ricorso diretto al mercato dei capitali emettendo obbligazioni.

La crisi dell'industria bancaria europea ha dunque forti ripercussioni sulla sua capacità di finanziamento degli ILT. Siamo in presenza di un cambiamento strutturale del sistema economico-finanziario europeo? E in particolare del modello europeo del finanziamento degli investimenti, con l'entrata in campo di altri investitori istituzionali in sostituzione delle banche o con il diretto ricorso al mercato dei capitali? Difficile dirlo. Ma in ogni caso, un cambiamento strutturale di questa portata, che avvicinerrebbe l'Europa al modello anglosassone, non si potrà realizzare in un periodo breve. Troppe sono le differenze culturali, normative e strutturali tra i sistemi economici e finanziari delle due sponde dell'Atlantico. Più probabilmente il sistema europeo diventerà un modello misto, nel quale il settore bancario continuerà ad avere uno spazio importante, ma non più quasi esclusivo nel finanziamento dell'economia reale.

Nell'attesa di una ritrovata stabilità del sistema bancario europeo, il ruolo degli investitori istituzionali di lungo termine diventerà comunque sempre più importante. Per quanto concerne le c.d. banche pubbliche di sviluppo (BEI, KfW, CDC, CDP, ecc), il cambiamento è già evidente. Come si vedrà, sono stati disegnati nuovi strumenti finanziari; sono state mobilitate risorse aggiuntive per sostenere l'economia durante la crisi, in primis mediante il finanziamento delle infrastrutture e delle PMI, direttamente o attraverso l'intermediazione del sistema bancario; e sono stati lanciati nuovi fondi equity di lungo periodo, europei e nazionali, con l'obiettivo di investire in progetti infrastrutturali e di rafforzare la capitalizzazione delle imprese. La cooperazione fra queste istituzioni potrà produrre nuove iniziative e nuovi strumenti. Ma è evidente che non potranno, da sole, far fronte alle esigenze di finanziamento della gran mole di investimenti previsti dall'Agenda 2020 e comunque dalla necessità di rilanciare la crescita e recuperare competitività nell'economia globale. Ancor meno potranno farlo gli altri investitori istituzionali di lungo termine, come le assicurazioni e i fondi pensione, se prevarranno regolamentazioni procicliche penalizzanti per gli ILT nell'economia reale e nelle infrastrutture. E' dunque ineludibile il problema di politiche pubbliche, nazionali ma anche europee, per la crescita e gli investimenti.

Nelle prossime sezioni viene descritta l'importanza degli investimenti in capitale di rischio (equity) a livello sia microeconomico sia macroeconomico, concentrandosi rispettivamente sulla struttura patrimoniale ottimale delle imprese, sul ruolo degli investitori istituzionali, e sugli investimenti diretti esteri (quale fonte aggiuntiva di capitale).

## 01.2 | Aspetti microeconomici sul ruolo del capitale di rischio

In generale, i principali metodi utilizzabili per valutare la struttura ottimale di capitale delle imprese sono tre:

- > **metodo del costo del capitale:** il rapporto d'indebitamento ottimale è quello che minimizza il costo del capitale per l'impresa;

(14) BIS (2012).

...e gli investimenti di lungo termine

13

Le banche di sviluppo europee

- > **metodo settoriale:** il rapporto d'indebitamento ottimale è quello che approssima la struttura patrimoniale dell'impresa a quello del suo gruppo di riferimento (peer group);
- > **metodo del ciclo di vita:** il rapporto d'indebitamento ottimale è quello che si adatta in modo migliore al momento contingente del ciclo di vita dell'impresa.

#### Metodo del costo del capitale

Nel metodo del costo del capitale, il valore attuale dei flussi di cassa per l'impresa è determinato scontando (attualizzando) i flussi di cassa a un tasso pari al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital - WACC). Se i flussi di cassa per l'impresa sono tenuti costanti e il costo del capitale minimizzato, allora chiaramente il valore dell'impresa sarà massimizzato. Pertanto, il rapporto di indebitamento ottimale è quello che, minimizzando il costo del capitale per l'impresa, massimizza il suo valore complessivo.

All'aumentare dei livelli di debito, cresce la rischiosità dell'investimento in capitale proprio, spingendo così verso l'alto la componente del costo del capitale proprio, e nel contempo il rischio di default e il default spread, e quindi in ultima analisi il costo al netto delle imposte della componente di debito, con un aumento complessivo del WACC.

#### Principali evidenze

Applicando il metodo del costo del capitale appare quindi più chiaro che:

- > l'indebitamento e la leva finanziaria offrono vantaggi ai fini di una riduzione complessiva del WACC solo in una certa misura, al di sopra della quale distruggono valore e mettono a rischio la sopravvivenza stessa dell'impresa;
- > anche se più costoso del debito, il ricorso al capitale proprio è fondamentale per ridurre il rischio e contribuire a contenere il costo dello stesso capitale, assicurare la disponibilità e sostenibilità del debito, oltre a ridurre il costo del debito al netto delle imposte e quindi il WACC complessivo;
- > una dose adeguata di capitale di rischio rafforza la resistenza dell'impresa a fattori avversi e migliora le sue probabilità di accesso al credito, preservando in tal modo la possibilità di ridurre, se necessario, il WACC e massimizzare il suo valore.

## 14

#### Metodo settoriale

Nel metodo settoriale, il livello di indebitamento ottimale per un'impresa è quello più vicino alla media settoriale. In tale ottica, tuttavia, si ritiene opportuna la valutazione di diverse variabili. Oltre a fattori macroeconomici, come i differenziali per il rischio di default (per cui un aumento dello spread riduce l'indice di indebitamento ottimale, e viceversa), un ruolo importante può essere svolto dalle seguenti variabili specifiche:

- > aliquote fiscali: un aumento delle aliquote è più coerente con un maggiore indice di indebitamento ottimale, e viceversa;
- > capacità di generare adeguati flussi di cassa (in termini di EBITDA su valore di mercato dell'impresa): un livello maggiore di flussi di cassa *ante*-imposte è coerente con indici di indebitamento ottimali più elevati, e viceversa;
- > varianza degli utili: una maggiore varianza (maggiore volatilità) degli utili è in linea con indici di indebitamento ottimali più bassi, e viceversa.

Una volta calcolate tali variabili per ogni impresa di un gruppo definito di operatori, sarà possibile effettuare una regressione tra le variabili stesse e gli indici di indebitamento di ciascuna impresa per controllare le differenze. Stabilito il rapporto di base (ovvero, stimati l'intercetta e i coefficienti), è possibile calcolare l'indice di indebitamento ottimale per ciascuna impresa utilizzando le misure delle variabili indipendenti per l'impresa stessa.

#### Imprese "underlevered" e imprese "overlevered"

Teoricamente, se è "underlevered" (cioè con un livello d'indebitamento inferiore a quello ottimale), l'impresa può contrarre ulteriori prestiti (emettere debito), al fine di avvicinarsi al suo livello di indebitamento ottimale. Analogamente, se è "overlevered", l'impresa potrà dismettere degli attivi per rimborsare il debito e/o collocare nuove azioni.

Tuttavia, pur essendo più precise di un semplice raffronto tra il livello di indebitamento (debt ratio) di un'impresa e la media del settore, queste regressioni tendono a spiegare solo una parte delle differenze fra livelli di indebitamento di imprese diverse. Ciò non è riconducibile unicamente a problemi statistici noti o alla tipica instabilità del coefficiente e alla sua variabilità nel tempo, ma dipende soprattutto da valutazioni specifiche dell'impresa (nelle persone degli imprenditori e/o management) circa l'ambiente operativo e il valore associato alla continuità dell'impresa, nonché alla fase del ciclo di vita della stessa.

In realtà, se è vero che una società potenzialmente “underlevered”, con stato patrimoniale solido e livello di capitale proprio elevato, riuscirà con più facilità a contrarre prestiti o emettere debito anche durante le fasi recessive dell’economia in genere o dinamiche cicliche di settore sfavorevoli, è d’altra parte molto difficile per un’impresa “overlevered” dismettere attivi (soprattutto a prezzi equi) per rimborsare il debito e/o raccogliere nuovo capitale durante le fasi più turbolente a livello di mercati e di settore.

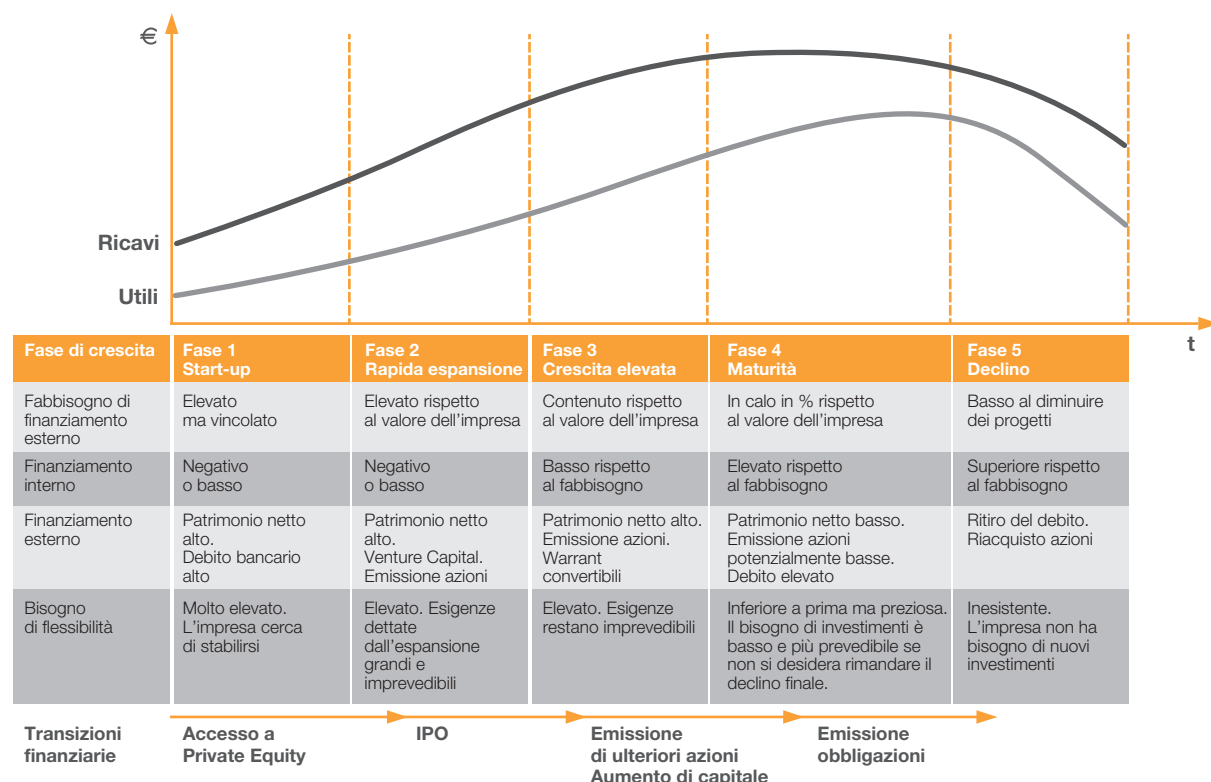
**Principali evidenze**

In altri termini, spesso le imprese di successo mantengono il proprio livello di indebitamento al di sotto della media settoriale, preferendo pertanto il capitale di rischio per assicurarsi flessibilità e investire in miglioramenti della competitività (con investimenti in R&S, per esempio), in modo da essere in grado di superare le crisi economiche e/o settoriali.

Il metodo del ciclo di vita mira a determinare il livello d’indebitamento ottimale, tenendo conto della specifica fase del ciclo di vita dell’impresa, i suoi prodotti e/o servizi all’interno del relativo settore.

**Il “ciclo di vita” e il ruolo dell’equity**

**Figura 3 – Trade-off tra debito e capitale proprio nel ciclo di vita aziendale**



15

Fonte: CDP su dati A.D., Applied Corporate Finance, 2013

Un’analisi approfondita delle diverse fasi del ciclo di vita di un’impresa (Figura 3) evidenzia come il beneficio fiscale collegato al debito sia:

**Principali evidenze**

- > inesistente o molto basso durante le Fasi 1 (start-up) e 2 (rapida espansione), dato che in tali fasi l’impresa è in perdita o genera pochi utili;
- > molto basso e in aumento al crescere degli utili nella Fase 3 (crescita elevata);
- > maggiore durante la Fase 4 (maturità) e decrescente durante la Fase 5 (declino).

Il trade-off netto tra capitale proprio e debito appare più favorevole al capitale nelle prime tre fasi del ciclo di vita, quando è preferibile avere una maggiore flessibilità finanziaria e i costi del debito ne superano i benefici. Al contrario, il debito comincia a produrre vantaggi alla fine della Fase 3, diventa un’opzione più attraente nella Fase 4 e continua a offrire vantaggi, sia pure in calo, nella Fase 5.

Tuttavia, anche durante la Fase 4, quando il debito si rivela un'opzione molto attraente, se l'impresa ha bisogno di consolidare la propria posizione di mercato e cerca nuove opportunità di crescita e sviluppo per ritardare o invertire un andamento calante, la flessibilità patrimoniale e finanziaria può dare un contributo imprescindibile e pertanto il capitale proprio gioca un ruolo fondamentale.

**Le imprese e il ruolo del debito**

Nel recente passato, sulla scia di una fase macroeconomica e creditizia favorevole, molte imprese hanno fatto ricorso alla leva finanziaria (indebitamento) per accrescere o preservare gli utili riducendo il carico fiscale, ma hanno perso l'opportunità di consolidare e potenzialmente migliorare le proprie posizioni di mercato, l'efficienza operativa e la competitività.

Di fronte al prosciugamento delle fonti di credito indotto dalla grave recessione macroeconomica, l'eccesso di debito ha pesato notevolmente sulla capacità delle imprese di sopravvivere e/o diversificare le attività aziendali, nonché attrarre nuovi capitali per finanziare potenziali progetti e opportunità di crescita.

Infatti, spesso l'incidenza del debito finanziario dell'impresa è negativamente correlata con la sua crescita. Nel contempo, il debito non finanziario (per esempio, gli accantonamenti e il debito commerciale) offre, al pari del capitale proprio, un significativo cuscinetto di risorse per la crescita operativa.

In media, il fatto che le imprese non utilizzino capitale proprio per finanziare l'espansione, ma ricorrano piuttosto alla creazione di nuovo debito finanziario, ha prodotto in ultima analisi un equilibrio molto precario: una crescita positivamente correlata con l'aumento delle passività non finanziarie da un lato, ma non sostenuta da debiti a lunga scadenza dall'altro (Figura 4).

L'impresa, quando assume prestiti fino al limite della propria capacità, perde la flessibilità di finanziare i progetti futuri con il debito. A parità di tutte le altre condizioni, più un'impresa è incerta sul proprio fabbisogno di finanziamento e sui progetti futuri, minore dovrebbe essere il ricorso al debito per finanziare i progetti più attuali.

La flessibilità finanziaria può essere definita come la capacità dell'impresa di far fronte a contingenze e sfruttare opportunità impreviste, utilizzando i fondi in cassa e la capacità di indebitamento disponibile.

Il capitale proprio preserva la flessibilità finanziaria necessaria per superare contingenze impreviste, soprattutto durante le recessioni e/o a seguito di flessioni dei ricavi, e per sfruttare opportunità di investimento, per diversificare ed espandere le attività, al fine di promuovere la crescita e la sostenibilità.

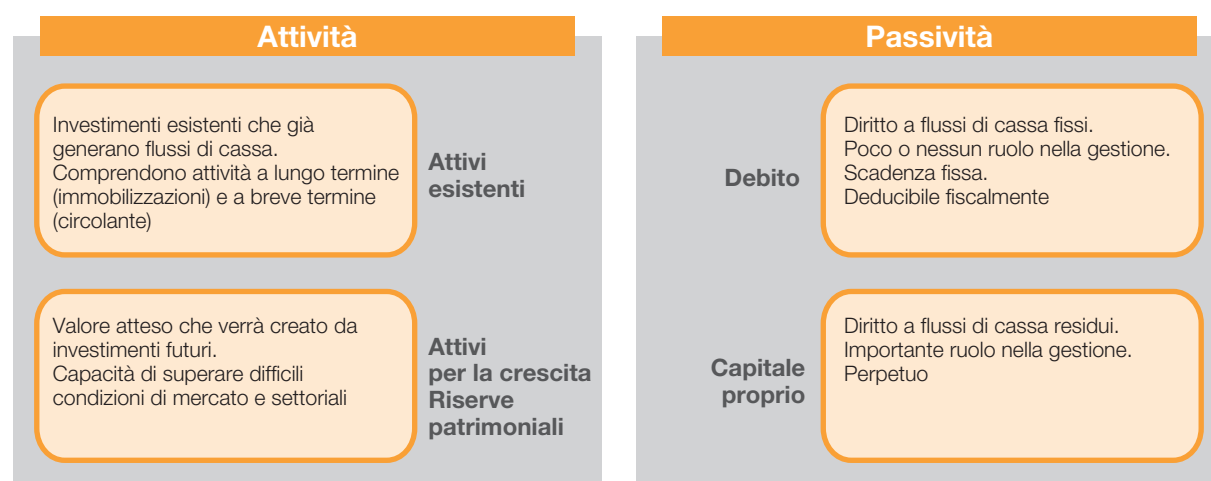
In ultima analisi, un maggior ricorso al capitale proprio riduce l'effetto dell'onere del debito, aumenta la probabilità di continuità aziendale e consente all'impresa di non intaccare altre opportunità di crescita (interna e/o esterna).

Laddove il ricorso al debito è più adeguato al finanziamento delle attività esistenti e alle fasi di maturità e declino dell'impresa, il capitale proprio è adatto e necessario per investire in attività in crescita, oltre che per consolidare la struttura finanziaria e migliorare l'accesso al credito.

**16**

**La rilevanza dell'equity**

**Figura 4 – Attività e passività: l'impatto del mix finanziario sul valore dell'impresa**



Fonte: CDP su dati A.D., Applied Corporate Finance, 2013

Sull'onda della crisi economica e finanziaria, appare chiaro come l'eccesso di debito e il conseguente processo di dismissione degli attivi abbiano contribuito in misura sostanziale al fallimento di molte imprese e al netto calo dell'occupazione in molti Paesi europei, soprattutto nell'area del Mediterraneo.

Tuttavia, anziché scoraggiare e/o limitare il ricorso al debito riducendone la deducibilità fiscale, esiste una necessità impellente e critica di adottare a livello nazionale e/o europeo nuove misure di politica economica finalizzate a incentivare o addirittura equiparare gli investimenti in equity al debito mediante agevolazioni fiscali. La ricapitalizzazione migliorerà la competitività ed efficienza delle imprese, la loro resistenza alle crisi economiche e finanziarie, e quindi la loro capacità di sopravvivenza, con tutti i vantaggi che ciò comporta in termini economici e occupazionali.

### 01.3 | Il ruolo dell'equity e degli investitori di lungo periodo

Come già affermato in precedenza, il processo di deleveraging in atto sta esercitando una forte pressione sull'offerta di credito in tutti i Paesi europei. Questa dinamica sembra inoltre ricevere un impulso anche dai nuovi requisiti introdotti dalla recente politica economica per la stabilità finanziaria (quali Basilea III e, in Europa, Solvency II), il cui effetto riguarda soprattutto gli investimenti a lungo termine.

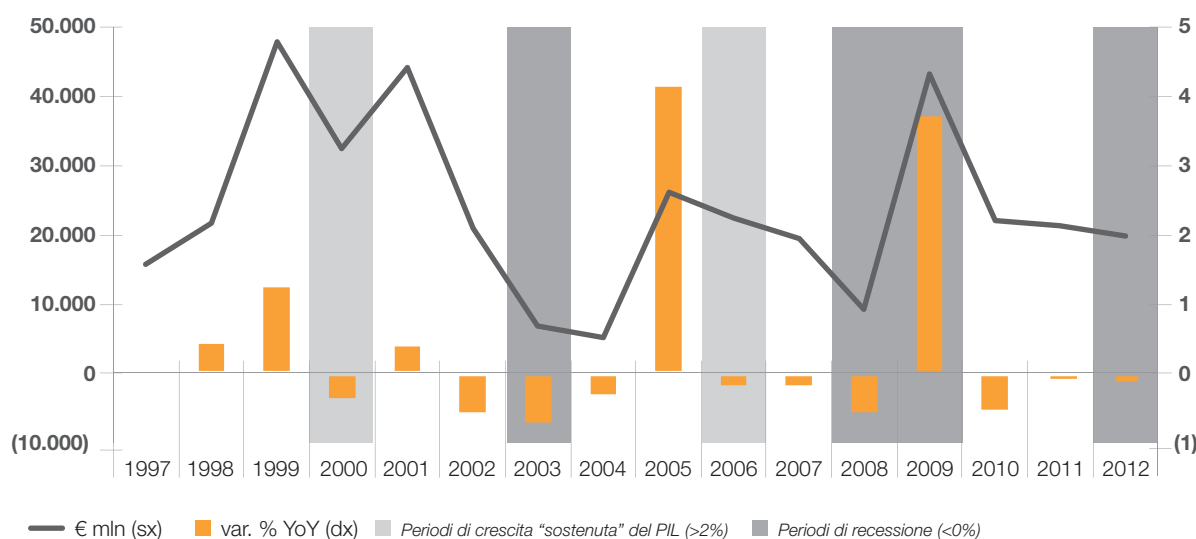
L'esperienza storica, come precedentemente sottolineato, dimostra che il processo di deleveraging sarà probabilmente lungo e difficile. In questo contesto, considerata la crescente difficoltà a ottenere prestiti, soprattutto per finanziare progetti a lungo termine, le imprese necessitano di risorse aggiuntive per sostenere la crescita.

Una crescita che, nell'attuale congiuntura, si deve fondare necessariamente su un rafforzamento a livello sistemico in termini di equity. Tale rafforzamento, infatti, risulta necessario per porre le basi di una ripresa economica duratura. La dinamica del ciclo economico è caratterizzata storicamente da fasi in cui il ricorso al capitale di debito risulta più conveniente e agevole rispetto a fasi in cui, a causa di fenomeni di razionamento che si generano sul mercato dei capitali, la necessità di capitale di rischio diventa pressante per creare le condizioni necessarie allo sviluppo dell'attività economica.

L'equity, infatti, è la prima linea di difesa contro i rischi finanziari associati alle attività aziendali in generale e alle attività bancarie e assicurative in particolare. L'investimento in capitale di rischio ha generalmente un orizzonte temporale che va oltre l'emergenza stretta del ciclo economico e che genera una sorta di cuscinetto di capitale "paziente" in grado di assorbire perdite potenziali durante gli shock, senza rincorrere necessariamente rendimenti speculativi nel breve termine.

Il necessario rafforzamento in equity

Grafico 3 – Flussi di investimenti in equity per le imprese italiane (€ mln e var. % YoY)



Fonte: CDP su dati Banca d'Italia e FMI, 2013



Nel Grafico 3 sono riportati i flussi di nuovo capitale di rischio nelle imprese italiane in relazione ai cicli economici degli ultimi anni. Quello che si evince dall'analisi grafica è che i periodi di ciclo relativamente più favorevole sono sempre stati preceduti da flussi crescenti di nuovo capitale di rischio verso le imprese. Questo è stato, per esempio, il caso relativo al biennio 2000-2001, quando si sono registrati tassi di crescita del PIL reale pari rispettivamente al 3,7% e all'1,9%. Nei due anni precedenti, 1998 e 1999, gli investimenti in equity in imprese italiane erano cresciuti rispettivamente dello 0,5% e dell'1,4%. Una situazione analoga si è registrata nell'ultimo periodo di ciclo favorevole per l'economia italiana, tra il 2006 e 2007 (con tassi di crescita pari al 2,2% e all'1,7%, rispettivamente). L'anno precedente, il 2005, era stato caratterizzato, infatti, da un forte aumento di equity per le imprese con un tasso di crescita annuale pari al 4,1%. Infine, anche nel 2010, la crescita del PIL (1,7%) era stata preceduta da un flusso crescente di capitale di rischio a favore delle imprese (+3,7%). Va inoltre notato che i picchi delle fasi di recessione corrispondono sempre ai livelli più bassi in termini di flusso di equity e che i periodi successivi sono generalmente seguiti da un aumento di tali flussi che tendono ad anticipare il picco positivo del ciclo economico.

In generale, quindi, con riferimento al sistema produttivo, i punti di svolta della congiuntura economica sembrano sempre essere consequenziali a un'iniezione consistente di nuovo capitale di rischio. Ciò può essere spiegato alla luce di due fattori. In primo luogo, nelle fasi più acute della crisi economica, il fenomeno del razionamento del credito è generalmente più intenso, alla luce delle incertezze e delle tensioni che si registrano sui mercati finanziari. Con un maggiore razionamento del credito, l'opzione quasi obbligata per le imprese che vogliono finanziare i propri investimenti è il ricorso al capitale di rischio, il cui costo di remunerazione è, in queste fasi, relativamente più contenuto.

In secondo luogo, in fasi di forte incertezza, le imprese hanno la necessità di rafforzare la propria situazione patrimoniale. Tale rafforzamento, infatti, è necessario per superare gli ostacoli generati da fenomeni di razionamento diffusi, attraverso un generale miglioramento dei meriti di credito e un ribilanciamento delle proprie passività finanziarie. L'altra evidenza che emerge dal Grafico 3 è, infatti, che i flussi di equity sono generalmente calanti nelle fasi più positive del ciclo economico, con una struttura del capitale delle imprese che tende a spostarsi verso un mix maggiormente orientato all'impiego di capitale di debito.

Tabella 2 – Le passività finanziarie delle imprese (% su totale passività finanziarie)

	1995				2006				2012			
	Titoli	Prestiti	Debiti comm. e altre passività	Azioni e altre partecipaz.	Titoli	Prestiti	Debiti comm. e altre passività	Azioni e altre partecipaz.	Titoli	Prestiti	Debiti comm. e altre passività	Azioni e altre partecipaz.
Francia	6,6	30,6	21,7	41,1	5,6	20,3	10,8	63,3	6,7	22,5	14,3	56,5
Regno Unito	6,2	23,1	8,1	62,5	9,9	29,8	4,2	56,1	12,0	27,5	5,1	55,5
USA	9,4	14,2	19,7	56,7	9	14,8	18,5	57,7	13,6	14,9	18,6	52,9
Area Euro	3,7	35,8	18,3	42,2	3,1	29,4	11,8	55,8	3,9	31,4	15,1	49,6
Spagna	2,5	22,8	27,6	47,1	0,4	32,4	16,4	50,8	0,5	40,0	14,3	45,2
<b>Italia</b>	<b>1,4</b>	<b>40,3</b>	<b>22,4</b>	<b>35,9</b>	<b>2,2</b>	<b>28,8</b>	<b>19,1</b>	<b>49,9</b>	<b>3,3</b>	<b>35,1</b>	<b>21,2</b>	<b>40,3</b>
Germania	2,8	40,4	13	43,8	2,8	3,2	14,9	49,1	2,7	29,1	24,2	44,0

Fonte: CDP su dati Banca d'Italia, CSC e BCE  
Nota: I dati relativi agli Stati Uniti per il 2012 fanno riferimento al 2011.

L'ultima crisi, quella del biennio 2012-2013, ha ulteriormente compromesso la situazione patrimoniale delle imprese, non solo italiane. La Tabella 2 riporta la distribuzione delle passività finanziarie per categoria di “strumento” in tre anni differenti. Quello che emerge è che complessivamente il livello di patrimonializzazione (espresso come rapporto tra “azioni e altre partecipazioni” sul totale passività finanziarie) si è fortemente deteriorato nel corso degli ultimi anni a fronte di un lungo periodo, dal 1995 al 2006, durante il quale tale indice si era invece rafforzato (soprattutto in Italia, passando dal 35,9% al 49,9%).

L'uscita dalla crisi e una sostenuta ed equilibrata ripresa dell'attività economica dovranno, quindi, necessariamente passare attraverso una forte “iniezione” di capitale di rischio nelle imprese. Infatti, tanto le grandi imprese quanto le PMI (che in Europa rappresentano il 95% del totale e sono spesso considerate la “spina dorsale” dell'eco-

nomia europea per il loro ruolo fondamentale nell'offerta di occupazione e sostegno alla crescita economica) hanno bisogno di capitale di rischio per finanziare le proprie strategie di crescita a lungo termine.

Allo stesso tempo, anche gli ambiziosi progetti d'innovazione strategica e infrastrutturale, necessari per il rilancio della produttività e la competitività sistemica delle singole economie nazionali, hanno bisogno di capitale di rischio per migliorare la loro bancabilità.

**Il gap tra  
"domanda"  
e "offerta"  
di equity**

Nella situazione attuale, tuttavia, sebbene la domanda per capitale di rischio sia elevata, l'offerta, soprattutto nel settore privato, sembra risentire fortemente dell'incertezza complessiva e delle prospettive future di crescita economica. Ne consegue quindi la necessità, da un lato, di favorire il coinvolgimento di attori che potenzialmente hanno le risorse necessarie per garantire capitale di rischio al settore produttivo (per esempio fondi sovrani e investitori istituzionali), dall'altro, di rafforzare quei veicoli che, operando con "mandato pubblico", hanno lo specifico obiettivo di sostenere progetti e imprese ritenute strategiche per lo sviluppo delle economie nazionali (per esempio, fondi strategici e fondi equity rivolti alle PMI, gestiti dalle banche di sviluppo pubblico e da altri investitori istituzionali).

In generale, l'investimento in capitale delle banche o agenzie pubbliche ha un ruolo critico e può produrre un effetto moltiplicativo sul contributo degli altri investitori istituzionali e di private equity.

I veicoli d'investimento di proprietà pubblica e/o le banche di sviluppo controllate dai Governi possono svolgere un ruolo importante offrendo capitale di rischio con le seguenti caratteristiche: (1) una duration normalmente più lunga di quella che gli operatori di mercato sono disponibili a offrire; (2) un tasso interno di rendimento (IRR) non speculativo; (3) una filosofia generale "policy-oriented". È possibile concepirli in modo che sostengano i fondi di mercato, assumendo posizioni più lunghe e riducendo il costo complessivo del capitale.

**Il ruolo  
delle istituzioni  
e banche  
pubbliche**

Allungando la duration dell'investimento (orizzonte d'investimento di più lungo termine), è possibile ridurre la percezione del rischio, riorganizzando nel contempo i trade-off fra rischio e rendimento. Ciò implica che non andranno concesse sovvenzioni o contributi, ma che, al contrario, i rendimenti conseguibili (con flussi finanziari stabili e prevedibili, per quanto riguarda le infrastrutture) dovranno essere più che sufficienti a rimborsare i debiti contratti per gli investimenti di equity.

19

In tale contesto, vecchi attori ma con nuove "mission" stanno emergendo come player cruciali per sostenere i sistemi economici nazionali, anche attraverso interventi in equity.

**Vecchi attori  
con nuove mission**

Le principali banche di sviluppo europee nazionali sono la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) tedesca, la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) francese, la Cassa depositi e prestiti (CDP) italiana, l'Instituto de Crédito Oficial spagnolo (ICO) e la PKO Bank Polski polacca, alle quali si aggiungono la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e la Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BERS).

Tali banche hanno un mandato pubblico e quindi, pur producendo profitti, sono considerate più "policy-oriented" rispetto alle istituzioni puramente orientate all'attività economica. Il finanziamento delle infrastrutture rappresenta uno dei principali settori del loro intervento. La loro attività in questo ambito è stata particolarmente importante nello scenario emerso a seguito della crisi, soprattutto con l'offerta di sostegno al mercato a fronte dei gravi vincoli che limitavano le fonti tradizionali di debito senior per gli investimenti infrastrutturali.

Il loro ruolo è di fungere da catalizzatore dei finanziamenti del settore privato in investimenti strategici di lungo periodo nei settori delle infrastrutture, della R&S e innovazione, delle TLC, fornendo sostegno a imprese strategiche medio-grandi, favorendo la crescita delle PMI, promuovendo lo sviluppo sociale.

Tradizionalmente sono considerate investitori di lungo termine (Long-Term Investors, LTI), dato che possono detenere gli attivi in portafoglio per tutta la durata delle potenziali crisi finanziarie, offrendo un sostanziale sostegno alla stabilità di mercato in senso anticiclico.

In considerazione della loro prospettiva di lungo periodo e degli obiettivi di rendimento, queste istituzioni hanno contribuito a smorzare i picchi di volatilità di breve termine, fattore che si riflette nella loro importante presenza nel segmento a lungo termine e/o illiquido del mercato.

Inoltre, sono caratterizzate da basso ricorso alla liquidità del mercato a breve, grazie alle riserve stabili, spesso composte da depositi regolamentati o garantiti e prodotti di risparmio o finanziamenti a lungo termine. Generano flussi finanziari stabili sul lungo periodo e tassi di rendimento a lungo termine corretti per il rischio sostenibili.



Infine, mitigano l'avversione al rischio/percezione del rischio di altri operatori, facendosi carico di rischi specifici e potenzialmente assorbendo le c.d. first loss (ovviamente segregate e limitate a importi certi). Il loro intervento in termini di allungamento della duration e riduzione del pricing complessivo assicura la bancabilità dei progetti e la sostenibilità del debito.

Tali istituzioni emergono quindi quali nuovi vettori delle politiche economiche e industriali della UE, svolgendo un ruolo cruciale non solo nel finanziamento delle infrastrutture, ma anche nel sostegno alle imprese, utilizzando strumenti efficaci sia per le imprese strategiche grandi e medie sia per le PMI.

È importante sottolineare come, generalmente, gli interventi di tali istituzioni vengano fatti a “condizioni di mercato” senza effetti “distorsivi”. Questo aspetto fondamentale rappresenta la principale caratteristica di tali istituzioni e le rende sostanzialmente differenti da strumenti “tradizionali” di intervento pubblico nell'economia. In tal senso, rispetto agli altri operatori di mercato sono complementari e non in concorrenza e offrono al mercato sponsor istituzionali e patronage economico e finanziario.

Tuttavia, la loro cosiddetta “visione di lungo periodo” non deve essere interpretata come una propensione indefinita a investire con orizzonti illimitati. Infatti, essendo operatori di mercato, devono garantire costantemente l'equilibrio economico-finanziario dei loro impieghi, soprattutto a fronte di una raccolta proveniente, nella maggior parte dei casi, da risorse private e non pubbliche.

## 01.4 | Il rapporto tra investimenti diretti esteri e crescita

Negli ultimi anni l'attenzione degli economisti e dei policy maker si è concentrata sul legame tra Investimenti Diretti Esteri (IDE) e crescita economica, alla luce dell'esperienza virtuosa di alcune Economie avanzate e di quelle emergenti. Gli effetti positivi degli IDE sulla crescita, oltre al beneficio direttamente misurabile in termini di aumento di capitale finanziario disponibile, si possono realizzare attraverso diversi canali. In primo luogo, i flussi di IDE, sia in entrata sia in uscita, rappresentano una forma evoluta del processo di internazionalizzazione di un'economia. Secondo le recenti teorie, infatti, l'internazionalizzazione può essere interpretata attraverso una dinamica integrata caratterizzata da un *continuum* di azioni, che vanno dalle esportazioni agli accordi commerciali fra imprese e per attività di ricerca, fino agli investimenti diretti esteri e a forme di partecipazione in capitale di rischio<sup>15</sup>.

In questa prospettiva, quindi, gli IDE contribuiscono al processo di sviluppo dell'economia nella misura in cui rendono più “qualificante” il grado d'internazionalizzazione del sistema. Gli IDE sono, per esempio, un veicolo attraverso il quale si realizza una diffusione della conoscenza e dell'innovazione a livello sovranazionale e un conseguente trasferimento di tecnologie e know-how nei processi produttivi. In tal senso, gli IDE contribuiscono a creare esternalità positive in termini di crescita della produttività e miglioramento del capitale umano. Inoltre, gli IDE possono avere effetti positivi sul commercio estero, sia attraverso un'intensificazione dei flussi commerciali tra Paese d'origine e di destinazione degli investimenti, sia attraverso l'accesso e la penetrazione di nuovi mercati.

Gli IDE possono quindi rappresentare un fattore determinante di crescita, con effetti positivi sull'occupazione, il reddito e la competitività di un sistema economico.

Secondo la United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), gli IDE possono definirsi come “investimenti da parte di un soggetto residente in un Paese (investitore diretto o impresa madre) rivolti a stabilire una relazione di lungo termine e ad acquisire interessi durevoli e di controllo in un'impresa residente in un altro Paese (impresa di investimento diretto o partecipata estera)”.

Pertanto, gli IDE si riferiscono a un “investimento diretto”, effettuato da una società di un Paese estero, in un'attività produttiva e/o imprenditoriale di un altro Paese specifico. Si differenziano dagli “investimenti indiretti” (ovvero investimenti di portafoglio), nella misura in cui questi sono principalmente investimenti in azioni di società quotate, senza alcun livello di controllo o d'influenza significativa sulle società destinatarie degli investimenti.

(15) Si veda Basile, Giunta e Nugent (2003).

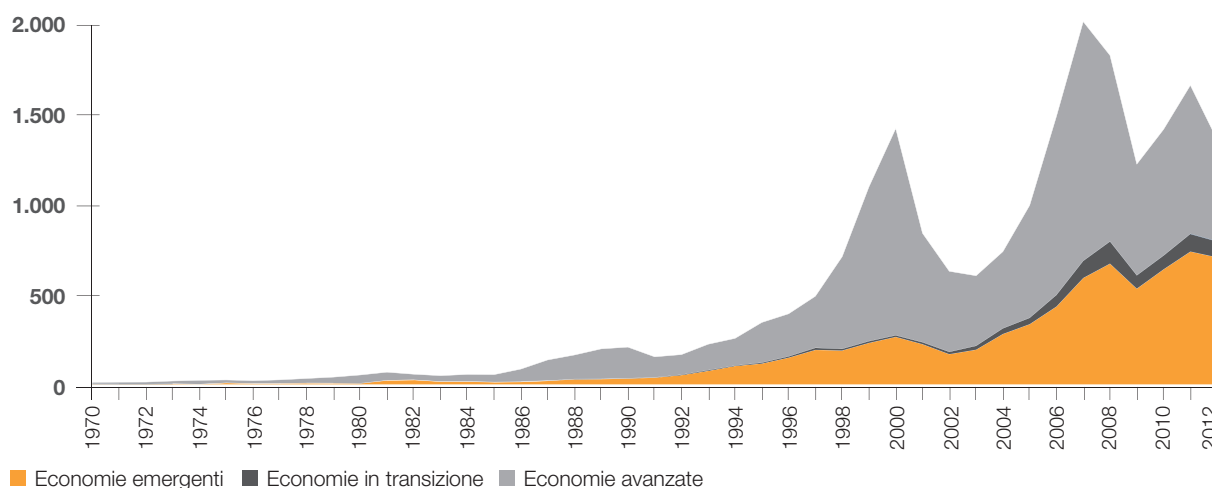
Un investimento diretto estero si realizza quando un'entità estera acquista un'impresa in un dato Paese o vi espande la propria attività mediante un'impresa collegata o controllata<sup>16</sup>. Gli IDE possono realizzarsi con diverse "modalità": Mergers & Acquisitions (M&A), reinvestimento degli utili, prestiti fra imprese e costruzione di nuovi impianti. Di norma gli IDE implicano una partecipazione alla gestione, una joint venture, o il trasferimento di tecnologie e know-how.

Dal 1990, i flussi di investimenti diretti esteri sono in costante aumento a livello mondiale, in particolare nelle economie emergenti (Grafico 4). Si stima che oltre la metà di tutti i flussi di capitali privati verso i Paesi in via di sviluppo sia rappresentata da IDE.

I flussi di IDE hanno toccato un massimo nel 2007 (US\$ 2.003 mld), ma da allora sono diminuiti, soprattutto nelle Economie sviluppate in concomitanza con la crisi finanziaria. A partire dal 2009, hanno ricominciato a crescere, raggiungendo circa US\$ 1.652 mld nel 2011 (+36% nel periodo 2009-2011), per poi nuovamente diminuire a US\$ 1.351 nel 2012 (di cui il 52% nelle Economie emergenti), a causa del rallentamento dell'economia globale.

La dinamica  
dei flussi di IDE  
a livello globale

Grafico 4 – Flussi di IDE, 1970-2012 (US\$ mld)



21

Secondo il World Investment Report<sup>17</sup>, benché questo aumento degli investimenti diretti esteri interessi sia le Economie avanzate sia quelle in via di sviluppo e in transizione, gli andamenti evidenziati da questi gruppi sono piuttosto eterogenei. In particolare, nei Paesi in via di sviluppo e in transizione i flussi di IDE sono trainati da un continuo aumento dei progetti greenfield<sup>18</sup>, mentre l'andamento nei Paesi sviluppati è principalmente riconducibile a operazioni di M&A cross-border da parte di multinazionali estere. Per quanto riguarda le componenti di IDE e le "modalità di ingresso", vale la pena notare che i progetti greenfield rappresentano ancora la maggior parte degli investimenti diretti esteri, nonostante l'aumento dell'importanza relativa delle M&A negli ultimi anni.

(16) Secondo la definizione e classificazione dell'UNCTAD, "Per le partecipate e controllate, i flussi di IDE consistono nelle vendite nette di azioni e prestiti (comprese acquisizioni con corrispettivo non monetario effettuate a fronte di macchinari, diritti di produzione ecc.) alla società madre, più la quota della società madre negli utili reinvestiti della partecipata, più i prestiti totali netti intra-company (a breve e lungo termine) forniti dalla società madre. Per le filiali, i flussi di IDE consistono nell'aumento di utili reinvestiti più l'incremento netto di fondi ricevuti dall'investitore diretto estero. I flussi di IDE con segno negativo (flussi inversi) indicano che almeno una delle componenti della definizione è negativa e non compensata dagli importi positivi delle altre componenti" (<http://unctad.org/en/Pages/DIAE/FDI%20Statistics/Sources-and-Definitions.aspx>).

(17) UNCTAD (2013).

(18) I progetti greenfield si riferiscono a nuovi investimenti che non sono vincolati a una preesistente installazione di capitale fisico o tecnologico. Si differenziano da quelli brownfield, nei quali l'investimento è volto al miglioramento, all'espansione o alla riqualificazione di un progetto o un'unità produttiva già installata o esistente.

L'aumento delle M&A è dovuto ai forti incentivi alle ristrutturazioni aziendali generati dalla crisi. In particolare, fra le diverse "modalità" di M&A figurano: stabilizzazione e razionalizzazione delle attività aziendali, miglioramento nell'uso del capitale e riduzione dei costi. Anche il processo di privatizzazione in atto in alcuni Paesi sviluppati, rafforzato dalle esigenze di risanamento dei conti pubblici, sta creando nuove opportunità per questo tipo di IDE nelle Economie avanzate.

Come osservato in precedenza, il ruolo dei Paesi in via di sviluppo nella crescente diffusione degli IDE è andato aumentando nel corso del tempo. I flussi d'investimento in questi Paesi hanno raggiunto il valore massimo di US\$ 735 mld nel 2011 e US\$ 703 mld nel 2012 (Tabella 3). Tale dinamica è largamente riconducibile alla performance dei Paesi dell'Asia orientale e sud-orientale che, ad oggi, attraggono il 24,1% dei flussi a livello globale.

Tabella 3 – Flussi di IDE per area geografica

	2010	2011	2012	2010	2011	2012
	IDE in ingresso			IDE in uscita		
US\$ mld						
<b>Mondo</b>	<b>1.409</b>	<b>1.652</b>	<b>1.351</b>	<b>1.505</b>	<b>1.678</b>	<b>1.391</b>
Economie avanzate	696	820	561	1.030	1.183	909
Economie emergenti	637	735	703	413	422	426
<i>Africa</i>	44	48	50	9	5	14
<i>Est e Sud-est asiatico</i>	313	343	326	254	271	275
<i>Asia meridionale</i>	29	44	34	16	13	9
<i>Asia occidentale</i>	59	49	47	13	26	24
<i>America Latina e Caraibi</i>	190	249	244	119	105	103
<i>Oceania</i>	3	2	2	1	1	1
Economie in transizione	75	96	87	62	73	55
% sui flussi di IDE mondiali						
Economie avanzate	49,4	49,7	41,5	68,4	70,5	65,4
Economie emergenti	45,2	44,5	52,0	27,5	25,2	30,6
<i>Africa</i>	3,1	2,9	3,7	0,6	0,3	1,0
<i>Est e Sud-est asiatico</i>	22,2	20,8	24,1	16,9	16,2	19,8
<i>Asia meridionale</i>	2,0	2,7	2,5	1,1	0,8	0,7
<i>Asia occidentale</i>	4,2	3,0	3,5	0,9	1,6	1,7
<i>America Latina e Caraibi</i>	13,5	15,1	18,1	7,9	6,3	7,4
<i>Oceania</i>	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,0
Economie in transizione	5,3	5,8	6,5	4,1	4,3	4,0

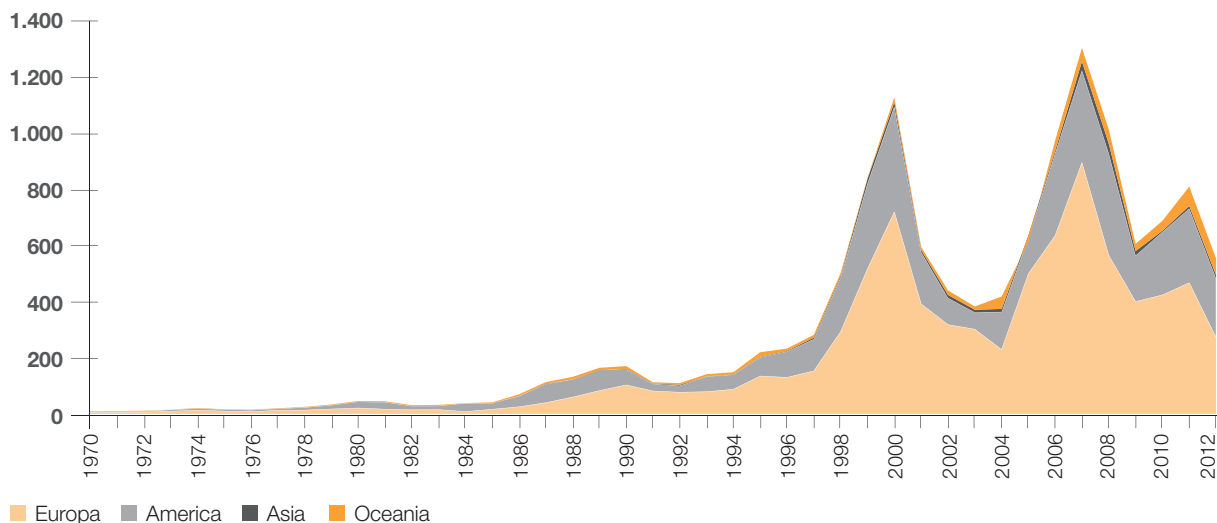
Fonte: UNCTAD, 2013

Tra il 2010 e il 2012, anche l'America Latina e le economie dei Caraibi hanno registrato un aumento significativo dei flussi di IDE, da US\$ 190 mld a US\$ 244 mld (pari al 18,1% dei flussi di IDE mondiali).

In generale, gli investitori esteri sembrano attratti dalle opportunità di profitto offerte dalle risorse naturali in America Latina e dalla maggiore crescita dei mercati dei consumatori nelle economie dell'Asia orientale e America Latina.

Nelle Economie in transizione i flussi sono aumentati da US\$ 75 mld a US\$ 96 mld tra il 2010 e il 2011: una dinamica relativa positiva trainata dai crescenti vantaggi comparati rispetto al mercato principale di riferimento (UE) e dalla crescita stabile dei mercati nazionali. Nel 2012, gli IDE in entrata si sono attestati a US\$ 87 mld, pari al 6,5% dei flussi globali.

Grafico 5 – Flussi di IDE nelle Economie sviluppate, 1970-2012 (US\$ mld)



Per quanto riguarda i Paesi sviluppati, il loro ruolo nella dinamica internazionale degli investimenti si è ridotto nel corso del tempo. Gli afflussi di IDE nelle regioni sviluppate sono riportati al Grafico 5. I due picchi principali (2000 e 2007) si riferiscono rispettivamente al boom della “new economy” e alla “bolla” dei prezzi azionari e immobiliari verificatasi negli anni precedenti alla crisi finanziaria, anche grazie all’orientamento espansivo della politica monetaria (soprattutto negli Stati Uniti).

Nel 2012, gli afflussi totali nei Paesi sviluppati sono stati pari a US\$ 561 mld, di cui US\$ 276 mld in Europa e US\$ 213 mld in America. I pesi relativi tra Paesi sviluppati sembrano rimanere stabili nel tempo con poche eccezioni.

Se si analizza la distribuzione settoriale dei flussi, gli IDE globali sono aumentati in tutti e tre i grandi settori: primario, manifatturiero e servizi. Il valore dei progetti IDE<sup>19</sup> quale proxy delle dinamiche settoriali degli ultimi anni è presentato nella Tabella 4. Tutti i settori hanno risentito del rallentamento dell’economia globale nel 2012. Il settore primario è stato il più colpito in termini relativi, con una riduzione degli IDE del 66%; ciò principalmente a causa della riduzione degli investimenti dell’industria mineraria, estrattiva e petrolifera. Il settore manifatturiero ha subito la variazione più significativa in termini assoluti, con una riduzione di US\$ 256 mld (-39%). Gli investimenti nel settore dei servizi hanno subito un rallentamento più lieve, pari al 25%. A tale risultato ha contribuito la moderata riduzione dei progetti greenfield di settore, soprattutto nei Paesi in via di sviluppo. Complessivamente, nel 2012, i volumi degli IDE sono stati destinati per l’8% al settore primario, per il 44% al manifatturiero e per il 49% al settore dei servizi.

Gli IDE nelle Economie avanzate

23

Tabella 4 – Progetti IDE divisi per settore

	Primario	Manifatturiero	Servizi	Primario	Manifatturiero	Servizi
	(US\$ mld)			(%)		
2010	137	603	505	11	48	41
2011	213	657	599	14	45	41
2012	72	401	447	8	44	49

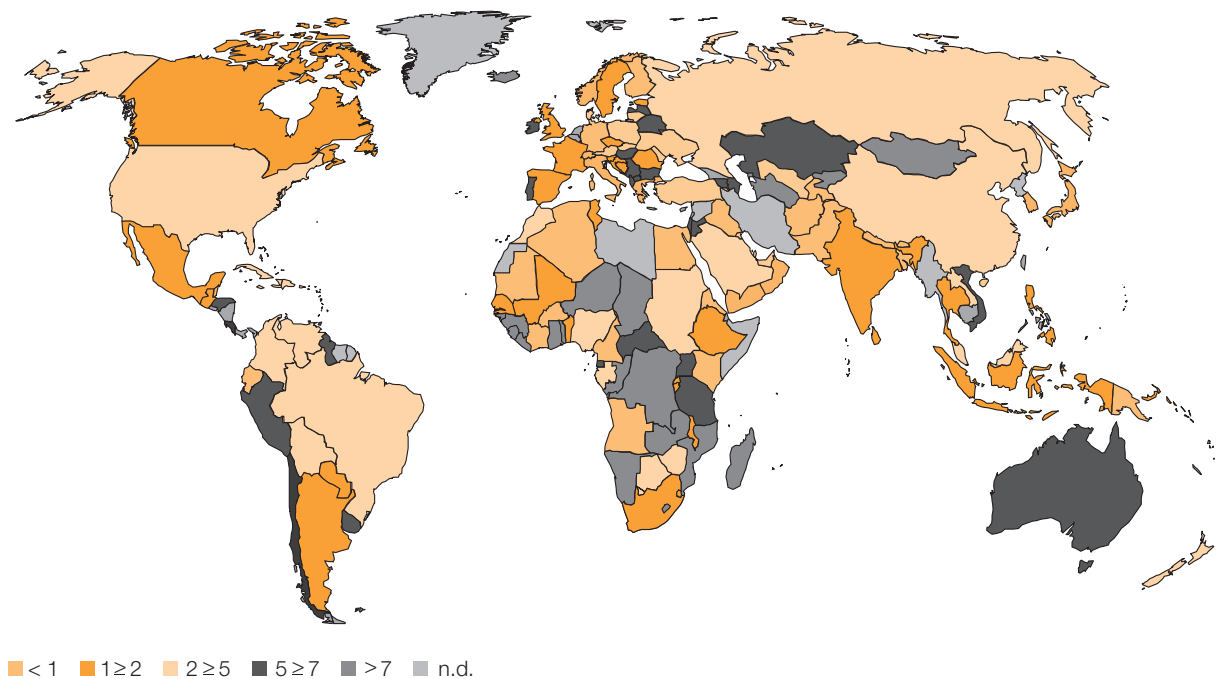
Fonte: UNCTAD, 2013

(19) Secondo i dati e le definizioni dell’UNCTAD, con progetti IDE si fa riferimento solo a operazioni di M&A cross-border e investimenti greenfield.

I valori assoluti indicati nei precedenti grafici offrono un quadro chiaro del contesto favorevole in cui si sono mossi gli IDE negli ultimi 30 anni. Tuttavia, per comprendere meglio la rilevanza di questi investimenti nei sistemi economici destinatari è importante esaminare le cifre tenendo conto delle dimensioni dei Paesi.

Pertanto, si riportano in Figura 5 i valori dei flussi di IDE in % del PIL suddivisi in quintili. Ciò evidenzia come nei Paesi più avanzati i flussi di IDE abbiano rappresentato meno del 2% del PIL nazionale, a fronte del 2-5% in molte Economie in via di sviluppo. In Africa, dove gli afflussi sono stati relativamente piccoli in termini assoluti, gli IDE hanno rappresentato oltre il 5% in gran parte dei Paesi.

Figura 5 – Flussi di IDE netti, 2011 (% PIL)



Fonte: Banca Mondiale, 2013

**La relazione tra IDE e crescita economica**

Negli ultimi anni, lo studio della relazione causale tra IDE e crescita economica è stato oggetto di grande interesse nella letteratura economica. Il netto aumento della quantità di flussi di IDE tra la fine degli anni '80 e gli anni '90 ha contribuito a rilanciare il dibattito sul rapporto costi/benefici degli IDE. Da un punto di vista teorico, non esiste un consenso generale tra economisti e policy maker sui loro effetti favorevoli per la crescita.

**La teoria neoclassica**

Secondo il paradigma neoclassico, gli IDE possono avere un effetto molto limitato sulla crescita del PIL, in virtù dell'ipotesi di rendimenti decrescenti del capitale fisico nella funzione di produzione aggregata<sup>20</sup>. Tuttavia, nei modelli più recenti di crescita endogena<sup>21</sup> gli IDE possono influire sulla crescita tramite altri canali, quali le esternalità e gli spillover tecnologici. Gli IDE, infatti, non sono solo una fonte complementare di capitale (rispetto agli investimenti pubblici e privati nazionali), ma anche un veicolo per il trasferimento di tecnologie, la diffusione dell'innovazione e la promozione della specializzazione e produttività del mercato del lavoro. In generale, gli IDE sono accompagnati da una maggiore internazionalizzazione del sistema economico ospite. Maggiore internazionalizzazione significa maggiore concorrenza sui mercati e quindi un forte incentivo ad aumentare la competitività e la produttività del sistema. Come dimostrato da molti studiosi<sup>22</sup>, maggiore internazionalizzazione significa anche maggiore propensione delle imprese all'innovazione e più attività di R&S.

(20) Secondo tale ipotesi gli IDE possono produrre effetti solo nel breve periodo, a fronte di un tasso di crescita invariato nel lungo termine.

(21) Si veda, tra gli altri, Romer (1990).

(22) Per un'indagine completa sulla relazione (a livello di impresa) fra internazionalizzazione, innovazione e R&S si veda Castellani e Zanfei (2006).

Secondo la più recente teoria economica, quindi, gli afflussi di IDE hanno diversi effetti positivi: guadagni di produttività, trasferimento di tecnologie, competenze manageriali e know-how, reti di produzione internazionali e accesso ai mercati. In particolare, come sostenuto da Alfaro *et al.* (2004), la produttività del Paese ospite può essere favorita mediante il learning-by-observing o learning-by-doing, stimolando in questo modo la crescita dell'economia nazionale.

Se questo è il quadro teorico, l'evidenza empirica sul ruolo degli IDE quale motore fondamentale della crescita economica sembra meno univoca. Tradizionalmente, l'analisi econometrica tende a non individuare chiari nessi causali, quando le variabili analizzate hanno un certo grado di dipendenza e simultaneità. Inoltre, i risultati (il segno e l'entità del collegamento IDE-crescita) variano anche con la natura dei dati trattati (lunghezza del periodo, Paesi sviluppati e/o in via di sviluppo ecc.).

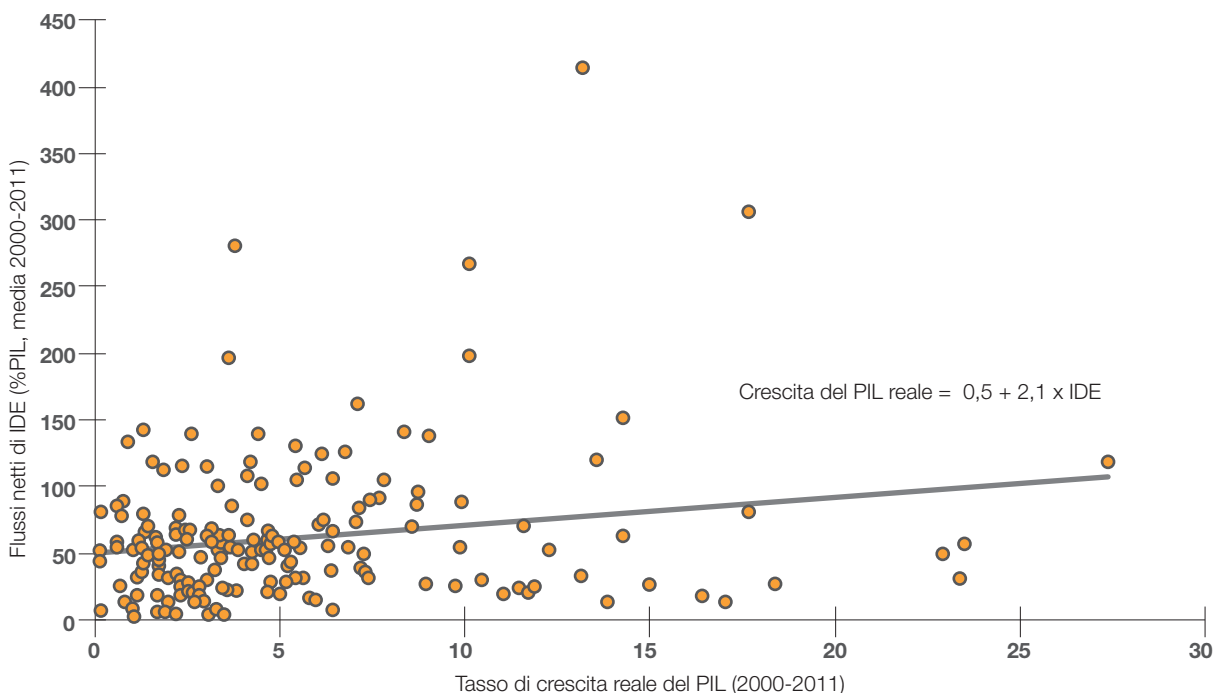
L'evidenza empirica

Come sottolineato da Chowdhury e Mavrotas (2006), la letteratura empirica si è concentrata su quattro temi principali: (i) le determinanti della crescita, (ii) le determinanti degli IDE, (iii) il ruolo delle imprese multinazionali e, infine, (iv) la direzione causale tra IDE e crescita.

Anche quando si evidenzia la prova di un legame diretto tra IDE e crescita, diversi lavori empirici indicano la necessità di una lunga serie di "condizioni preliminari" per assicurare un nesso positivo tra le due variabili. Per esempio, Blomstrom, Lipsey e Zejan (1994) sostengono che gli IDE hanno un forte effetto sulla crescita nei Paesi (soprattutto in via di sviluppo) con più alto livello di reddito *pro-capite*. Borensztein, De Gregorio e Lee (1998), analizzando i dati sui flussi di investimenti da Paesi sviluppati a Paesi in via di sviluppo, offrono evidenze circa un maggior contributo degli IDE alla crescita economica nei Paesi in cui esista un "soglia minima" di stock di capitale umano. In linea con questo punto di vista, se gli IDE sono fondamentalmente un importante canale attraverso cui conseguire una diffusione efficiente dell'innovazione e della tecnologia, i loro effetti positivi sull'economia ospite saranno massimizzati se vi è una capacità potenziale di assorbimento delle nuove tecnologie nel sistema. Inoltre, con un modello teorico ed empirico, Balasubramanyam, Salisu e Dapsford (1996) sostengono che il collegamento tra IDE e crescita risente anche delle scelte di politica commerciale. In particolare, gli IDE sono più efficaci nel rafforzare l'attività economica in caso di politiche commerciali orientate verso l'esterno, a fronte di risultati più deboli prodotti dalle politiche orientate all'interno.

L'esperienza negli ultimi anni di alcuni Paesi avanzati sembra confermare le ipotesi secondo le quali la correlazione positiva tra IDE e crescita è subordinata alle presenza di alcuni pre-requisiti sistemici (Grafico 6).

Grafico 6 – Flussi netti di IDE e crescita economica (%)



Fonte: CDP su dati Banca Mondiale, 2013

**L'esperienza irlandese**

Soffermandosi sull'esperienza europea, si può osservare come l'Irlanda sia il Paese che più di tutti è riuscito a sfruttare i benefici derivanti dall'afflusso di capitali dall'estero. Prima degli anni '80, l'economia irlandese si basava principalmente sul settore primario, con un basso sviluppo di quello manifatturiero e dei servizi. Questo scenario è profondamente mutato anche grazie alla capacità dell'Irlanda di attrarre IDE. Se si guarda al rapporto tra Prodotto Nazionale Lordo (PNL) e Prodotto Interno Lordo (PIL) si può notare come per l'Irlanda tale indicatore sia passato dal 100,7% del 1980 all'82,9% nel 2010<sup>23</sup>. Ciò significa che il contributo "estero" alla creazione di valore aggiunto è andato via via aumentando. In Italia, tale indice è passato dal 100,2% nel 1980 al 99,5% nel 2010, a testimonianza di un minor contributo di componenti estere alla formazione della ricchezza domestica. In Germania il rapporto tra PNL e PIL è addirittura aumentato, dal 100,5% del 1980 al 101,9% del 2010.

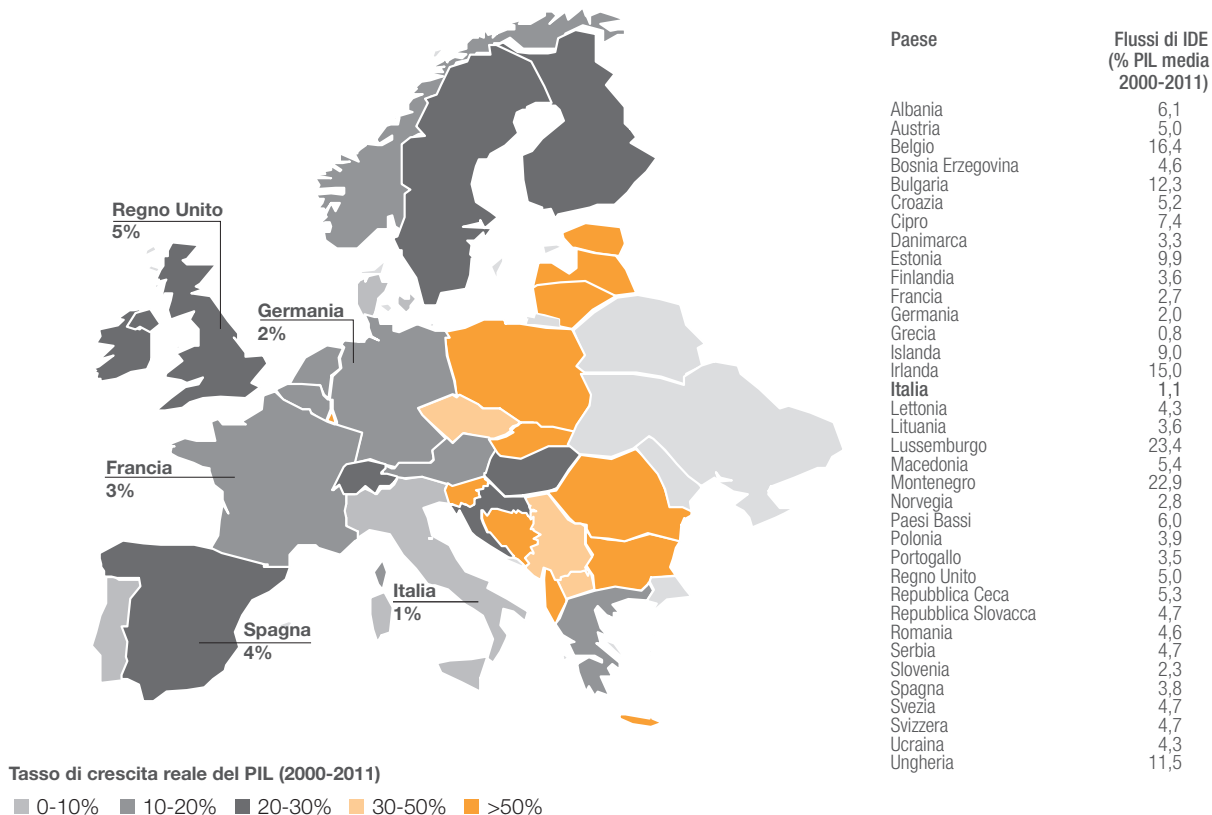
Tra il 1980 e il 2008, l'Irlanda è cresciuta a ritmi decisamente superiori, e un tasso medio annuo pari a circa il 5,2%, contro l'1,7% dell'Italia e l'1,9% della Germania. Inoltre, anche la ricchezza *pro-capite* è aumentata: il tasso di crescita medio annuo del PIL *pro-capite* è stato, infatti, pari al 4,2% contro l'1,9% e l'1,8% rispettivamente di Italia e Germania.

Contestualmente è cresciuta notevolmente anche la capacità di esportazione delle imprese irlandesi grazie al contributo delle società a controllo estero. Attualmente, l'Irlanda è uno dei principali esportatori *pro-capite* del mondo (nel 2010 il valore delle esportazioni *pro-capite* era pari a circa US\$ 52 mila a fronte di US\$ 10 mila dell'Italia e di US\$ 22 mila della Germania). Le esportazioni *pro-capite* sono cresciute in media annua del 10% tra il 1980 e il 2011, a fronte del 6% in Italia e del 7% in Germania.

**La strategia di attrazione degli investimenti esteri in Irlanda**

La strategia di attrazione degli IDE, basata su un processo di defiscalizzazione delle attività e su una progressiva liberalizzazione e riduzione dei vincoli sui movimenti di capitali, ha favorito gli investimenti in settori ritenuti strategici (chimica, farmaceutica, tecnologie informatiche e della comunicazione, software).

Figura 6 – Flussi netti di IDE e crescita del PIL in Europa, 2000-2011 (%)



(23) I dati relativi al confronto tra Irlanda, Italia e Germania hanno come fonte Banca Mondiale - World Development Indicators.



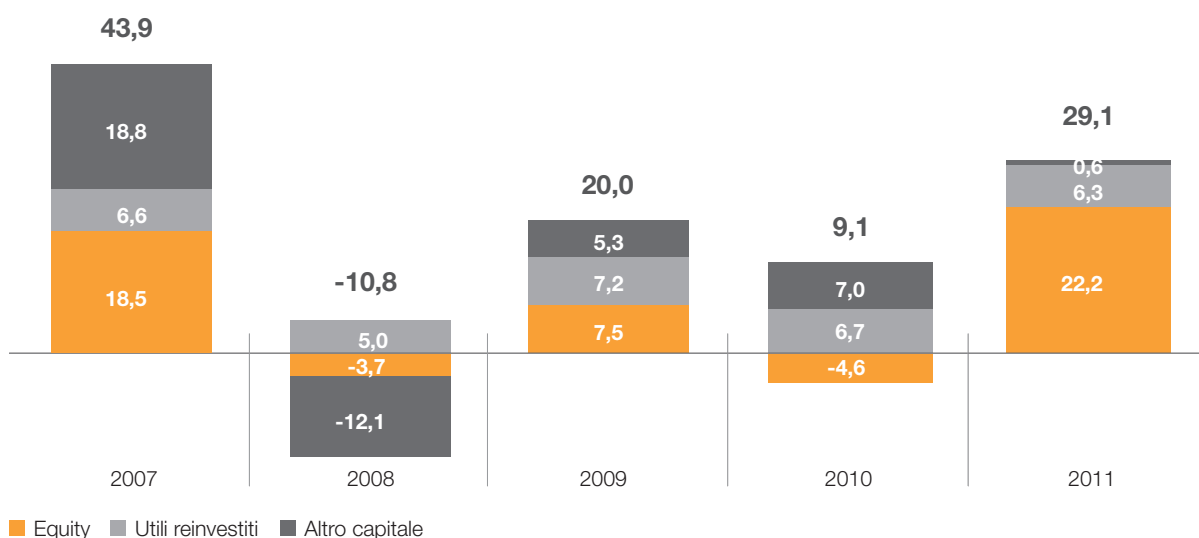
In sintesi, al di là delle esperienze specifiche di alcuni Paesi, la maggior parte della letteratura concorda nell'individuare una correlazione positiva tra flussi di IDE e crescita economica. Nella Figura 6 si riportano i dati sugli afflussi netti di IDE (in % del PIL) e il tasso di crescita in termini reali nel periodo 2000-2011. L'analisi visiva del grafico sembra confermare una correlazione generalmente positiva tra le due variabili, anche se la variabilità del fenomeno permane molto elevata.

La Figura 6 è incentrata sull'esperienza dei Paesi europei e sembra evidenziare una correlazione positiva per i principali Paesi del continente. In particolare, nel periodo 2000-2011 il tasso di crescita in termini reali del PIL in Italia è piuttosto contenuto (4,2%) e gli afflussi di IDE rappresentano in media circa l'1% del PIL. In altri Paesi, come la Gran Bretagna, la Spagna e la Francia, la crescita del PIL è più elevata (20%, 23% e 14%, rispettivamente) e il peso dei flussi di IDE sull'economia nazionale più significativo (5%, 4% e 3%, rispettivamente). Il segno di una correlazione positiva sembra meno evidente per la Germania. In effetti, nel periodo 2000-2011 l'economia della Germania è cresciuta di circa il 14% (come la Francia), ma gli afflussi di IDE hanno rappresentato "solo" il 2% dell'economia nazionale. Inoltre, se consideriamo i Paesi dell'Est europeo, la correlazione positiva tra investimenti diretti esteri e crescita sembra aumentare in modo direttamente proporzionale ai tassi di crescita dell'economia.

Negli ultimi venti anni c'è stata una correlazione positiva abbastanza chiara tra IDE e crescita in Europa. Non possiamo tuttavia essere certi che, in ultima analisi, gli IDE abbiano favorito il sistema economico. Il dato italiano resta emblematico di un sistema caratterizzato da un'economia stagnante e da un grado di attrattività per gli investimenti esteri ancora molto basso.

Correlazione positiva tra IDE e crescita economica in Europa

Grafico 7 – Flussi di IDE in Italia per componente (US\$ mld)



Fonte: UNCTAD, 2012

Negli ultimi anni la crisi dell'Area Euro ha influito negativamente sui flussi di investimenti diretti esteri in alcuni Paesi europei. In particolare, in Italia la dinamica degli IDE ha evidenziato una elevata variabilità. Come si osserva al Grafico 7, tra le tre componenti principali di IDE, quella dei "finanziamenti infragruppo" presenta maggiori segni di sofferenza, essendo passata da circa US\$ 18,8 mld nel 2007 (pari al 43% dei flussi totali in Italia) a circa US\$ 0,6 mld (2%). Parallelamente, la componente azionaria è cresciuta notevolmente nel 2011, superando il livello pre-crisi e raggiungendo circa US\$ 22,2 mld (il 76% dei flussi totali nello stesso anno), esprimendo potenzialmente un chiaro segnale di un elevato fabbisogno di ricapitalizzazione delle imprese.

Se consideriamo le "modalità di investimento", il valore delle M&A cross-border in Italia è salito dal 2009 fino a raggiungere circa US\$ 15,1 mld nel 2011 (Tabella 5). Allo stesso tempo, è diminuito il numero totale delle operazioni a livello sia italiano sia europeo. Combinando l'aumento in termini di valori e il calo in termini di numeri assoluti, si può osservare come nel 2011 le operazioni di fusione e acquisizione svoltesi in Italia siano state mediamente di dimensioni e importanza maggiori rispetto agli anni precedenti. Con il rallentamento del ciclo economico nel 2012, il numero e valore delle operazioni di M&A cross-border si è drasticamente ridotto, in Italia come negli altri Paesi UE.



Tabella 5 – IDE in Europa: M&A cross-border e progetti greenfield (n. e US\$ mld)

	M&A cross-border									
	2008		2009		2010		2011		2012	
	n.	US\$ mld	n.	US\$ mld	n.	US\$ mld	n.	US\$ mld	n.	US\$ mld
Italia	150	-2.377	85	1.109	112	6.329	129	15.095	66	2.156
Germania	337	31.911	169	12.790	186	8.507	321	13.386	286	7.726
Francia	178	4.590	101	724	152	3.837	192	23.161	192	11.985
Spagna	193	33.708	147	32.173	151	8.669	169	17.738	175	5.252
Regno Unito	632	147.748	317	25.164	491	60.833	549	46.720	531	35.852
Unione Europea	2.419	251.169	1.344	116.226	1.796	115.974	2.188	185.299	1.973	122.309

	Progetti Greenfield									
	2008		2009		2010		2011		2012	
	n.	US\$ mld	n.	US\$ mld	n.	US\$ mld	n.	US\$ mld	n.	US\$ mld
Italia	252	14.511	180	10.501	202	11.365	147	5.692	119	4.013
Germania	743	36.871	713	19.976	777	17.081	833	17.854	500	8.477
Francia	716	24.114	425	11.367	385	9.104	330	10.515	302	7.017
Spagna	595	31.572	408	15.984	413	16.371	348	11.386	347	11.367
Regno Unito	965	67.135	1.121	50.423	933	27.389	1.004	35.689	921	41.177
Unione Europea	5.814	328.669	4.650	194.062	4.823	162.855	4.783	169.645	3.820	126.467

Fonte: UNCTAD, 2013

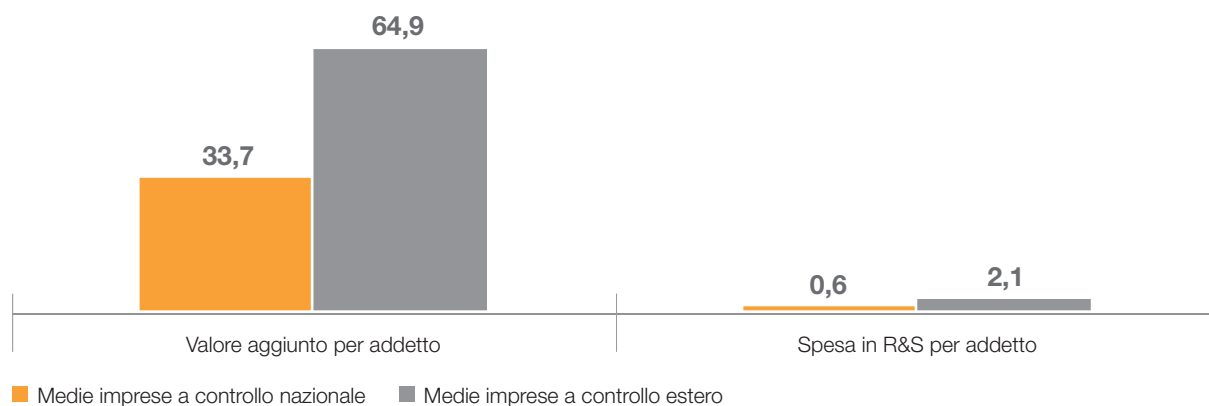
## 28

Gli investimenti in progetti greenfield in Italia hanno evidenziato un andamento calante rispetto sia al numero dei progetti sia al loro valore economico già dal 2011. Lo scorso anno essi si sono ulteriormente ridotti a 119 progetti, per un ammontare complessivo di circa US\$ 4 mld (il 3% del totale di IDE greenfield nella UE).

### Potenziali effetti degli IDE sull'economia italiana

Secondo alcune stime<sup>24</sup>, per ogni US\$ 10 mld di nuovi investimenti diretti esteri si produrranno (direttamente e indirettamente) US\$ 3,5 mld di PIL e 0,23% di crescita strutturale annui. Questo perché, in media, le imprese con proprietari e/o collegate esteri hanno un più alto livello di produttività e una maggiore propensione a investire in innovazione e R&S (Grafico 8). In conclusione, poiché gli IDE rappresentano un motore di crescita importante, in Italia tali investimenti dovrebbero essere maggiormente incoraggiati.

Grafico 8 – Valore aggiunto e spesa in R&S per addetto, nelle imprese nazionali e a controllo estero, 2011 (€ '000)



Fonte: UNCTAD, 2012

(24) Meardi (2012).



# 02 Fondi sovrani e investimenti strategici di lungo termine

Gli investitori istituzionali e sovrani di lungo termine possono svolgere un ruolo importante nel finanziamento della crescita socio-economica globale. In particolare, i fondi sovrani, data l'ampia disponibilità di risorse finanziarie altamente liquide, hanno trasformato il settore pubblico in un primario investitore a livello internazionale.

## La definizione di fondo sovrano

“Il termine fondo sovrano è spesso utilizzato per indicare in modo generico qualsiasi veicolo di investimento pubblico finanziato da avanzi di bilancio, a prescindere dagli obiettivi, dalla strategia, dall'asset allocation o dal profilo d'investimento. In realtà, l'universo degli investimenti sovrani è molto più complesso, considerato che la gestione delle riserve nazionali dipende dalle circostanze specifiche del singolo Paese<sup>25</sup>. Sulla base di queste considerazioni sembra più appropriato parlare di veicoli d'investimento sovrani.

I veicoli d'investimento sovrani possono essere suddivisi in fondi sovrani e altri veicoli d'investimento sovrani; si tratta in ogni caso di organismi di proprietà pubblica, anche se le modalità di finanziamento, il funzionamento e gli obiettivi possono differire in misura sostanziale. Alla fine del 2012 i principali fondi sovrani, intesi nell'accezione più ampia, detenevano attivi per oltre US\$ 5.200 mld<sup>26</sup>.

Secondo l'International Working Group (IWG) sui Fondi Sovrani d'Investimento, i fondi sovrani sono fondi o altri veicoli d'investimento creati con uno specifico scopo e di proprietà dei Governi nazionali. Essi detengono e gestiscono asset per raggiungere specifici obiettivi finanziari e, nel fare questo, mettono in atto strategie che includono anche attività d'investimento all'estero. La disponibilità finanziaria dei Sovereign Wealth Fund (SWF) deriva generalmente da avanzi della bilancia dei pagamenti, da operazioni in valuta estera, da proventi di privatizzazioni, da surplus fiscali, da ricavi provenienti dall'esportazione di materie prime. La definizione, quindi, esclude: le riserve ufficiali in valuta estera detenute dalle autorità monetarie per l'equilibrio della bilancia dei pagamenti o per fini di politica monetaria; le aziende pubbliche (state-owned enterprises), i fondi pensione pubblici nonché tutte le attività finanziarie possedute e gestite dai privati.

Pertanto, gli elementi che caratterizzano i fondi sovrani, nella definizione più rigorosa, sono tre:

- > sono di proprietà dei Governi centrali;
- > hanno una strategia di portafoglio che include l'investimento in attività estere, escludendo così dalla definizione i fondi che operano solo in ambito domestico;
- > investono risorse pubbliche per raggiungere obiettivi economico-finanziari quali, per esempio, favorire il trasferimento della ricchezza intergenerazionale, diversificare le riserve nazionali ed evitare potenziali crisi economiche.

Con riferimento alle finalità, i fondi sovrani possono essere suddivisi in:

**fondi di stabilizzazione:** costituiti dai Paesi che hanno grandi disponibilità di risorse naturali, al fine di proteggere la moneta nazionale dalla volatilità dei prezzi delle materie prime. In genere investono in attivi liquidi a basso rischio;

**fondi di risparmio:** costituiti per investire le risorse finanziarie derivanti dall'esportazione di materie prime o da riserve in valuta estera e surplus di bilancio. Hanno l'obiettivo di generare flussi di reddito per le generazioni future, al fine di prevenire possibili congiunture economiche sfavorevoli di lungo termine.

In questa sede si concentra l'attenzione sui fondi sovrani per poi esaminare, nel prossimo capitolo, alcuni esempi di altri veicoli d'investimento sovrani. In particolare, prenderemo in esame il Fondo di investimento strategico francese e il Fondo Strategico Italiano.

(25) Cfr. *Sovereign Investment Lab* (2012).

(26) Circa US\$ 6 mila mld a ottobre 2013.

## Altri veicoli d'investimento sovrani

- > **Fondi pensione pubblici:** gestiscono i versamenti pensionistici dei contribuenti in attesa che questi raggiungano l'età per il pensionamento. Devono assicurare sufficiente liquidità per garantire l'erogazione delle prestazioni pensionistiche nel tempo.
- > **Fondi d'investimento governativi:** costituiti per investire le riserve nazionali.
- > **Fondi di sviluppo governativi:** finanziano progetti ad elevato impatto sullo sviluppo socio-economico, in particolare progetti per costruire nuove infrastrutture.
- > **Società di proprietà pubblica:** imprese soggette al controllo rilevante dello Stato, operano in settori strategici per l'economia nazionale.

I SWF si dividono in genere in due categorie:

**fondi commodity:** finanziati con i proventi derivanti dall'esportazione di petrolio, gas naturale e minerali. Contribuiscono a mantenere la stabilità del sistema offrendo copertura dal rischio di fluttuazione dei prezzi delle commodity e di possibile calo dei proventi delle esportazioni;

**fondi non-commodity:** finanziati dall'accumulazione di attività in valuta estera derivante da avanzi di parte corrente.

Nati come strumenti per investire le eccedenze di valuta estera, i fondi sovrani esistono dal 1953, anno in cui il Kuwait creò la Kuwait Investment Authority per investire i proventi derivanti dalla vendita del greggio.

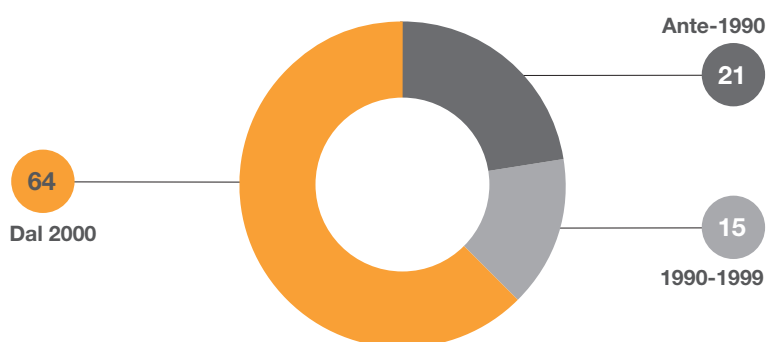
Nonostante esistano da lunga data, i SWF hanno cominciato a diffondersi all'inizio di questo millennio. Infatti, il 64% dei maggiori fondi esistenti è stato creato dopo il 2000, a fronte del 21% costituito prima del 1990 e del 15% tra il 1990 e il 1999 (Grafico 9). Nuovi fondi sono stati costituiti anche negli ultimi anni.

...e per fonte di finanziamento

31

L'evoluzione dei SWF

Grafico 9 – Fondi sovrani per anno di costituzione (%)



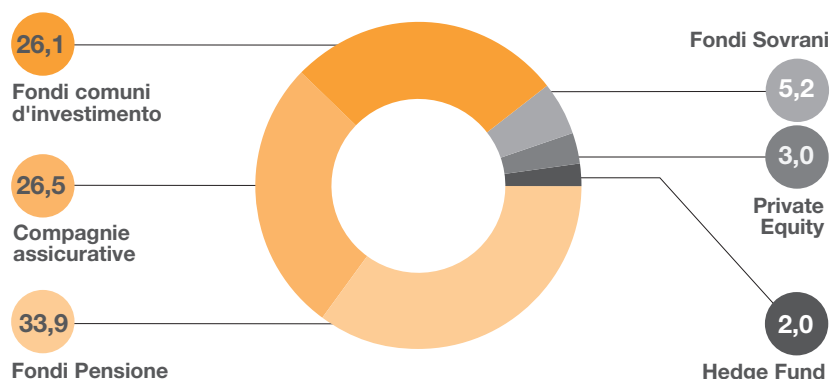
Fonte: CDP su dati SWF Institute, 2013

Tale espansione è riconducibile a due motivi principali:

- > l'aumento dei prezzi delle materie prime, in particolare di petrolio, che ha portato ingenti flussi di capitale nelle casse dei Paesi produttori;
- > gli avanzi di parte corrente registrati nei Paesi emergenti, in particolare nella regione Asia-Pacifico.

Nel 2012, gli asset under management (AuM) dei SWF rappresentavano circa il 5% del patrimonio gestito a livello globale dai grandi investitori istituzionali (Grafico 10).

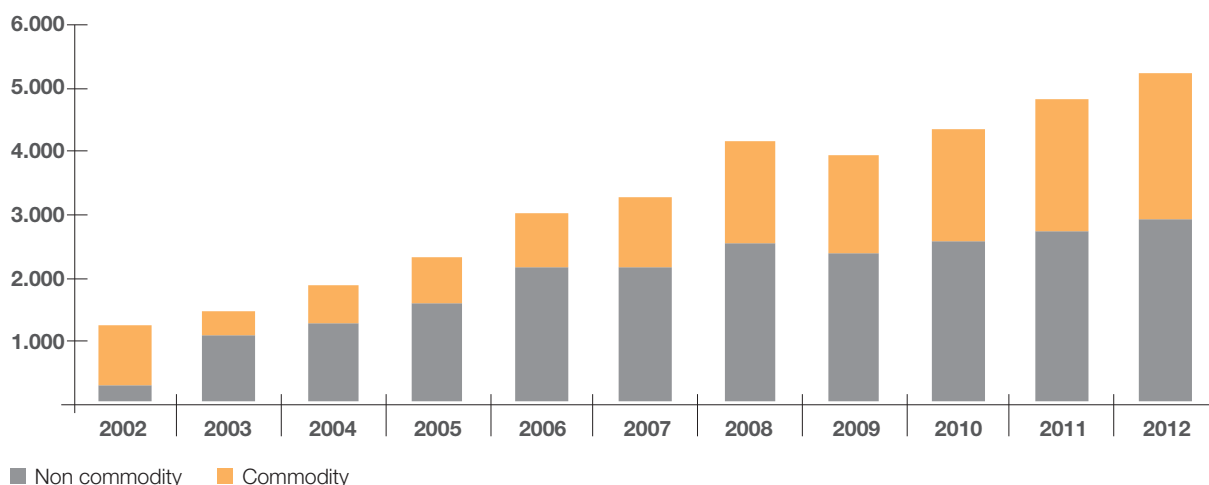
Grafico 10 – Asset under management a livello globale, 2012 (US\$ '000 mld)



Fonte: TheCityUK, 2013

Sebbene si tratti di volumi ancora piuttosto contenuti se confrontati con quelli dei fondi pensione, delle compagnie assicurative e dei fondi comuni d'investimento, essi sono in continua espansione. Dal 2002, il patrimonio gestito dai SWF è cresciuto a un tasso medio annuo (CAGR) del 16%, raggiungendo gli US\$ 5.200 mld alla fine del 2012 (Grafico 11). Essi dovrebbero toccare gli US\$ 10.000 mld entro il 2020.

Grafico 11 – Asset under management gestiti dai fondi sovrani, 2002-2012 (US\$ mld)



Fonte: SWF Institute, 2013

**SWF per regione e per Paese**

A seguito dell'aumento dei prezzi delle materie prime degli ultimi anni, il patrimonio gestito dei fondi commodity è aumentato notevolmente. Tuttavia, il peso di tali fondi sul totale è sceso dal 77% nel 2002 al 58% nel 2012. Tale andamento è riconducibile alla più rapida crescita dei fondi non-commodity, trainata dagli avanzi delle partite correnti asiatiche, soprattutto cinesi.

A livello regionale, i fondi asiatici e del Medio Oriente rappresentano rispettivamente il 38,5% e il 34,6% del patrimonio gestito totale dei SWF. L'Europa detiene il 18,4%, mentre America e Africa rispettivamente il 3,8% e il 3,0% (Grafico 12).

Con riferimento ai singoli Paesi, la Cina detiene la quota maggiore di asset, con quasi il 28,7% del patrimonio totale gestito, seguita da Emirati Arabi Uniti, con il 15,7% e Norvegia, con il 12,8%. Quote significative di asset sono detenute anche da Arabia Saudita, Singapore, Kuwait e Russia (Grafico 12 e Figura 7).

Grafico 12 – Quote di mercato dei fondi sovrani per Paese e regione, 2012 (%)

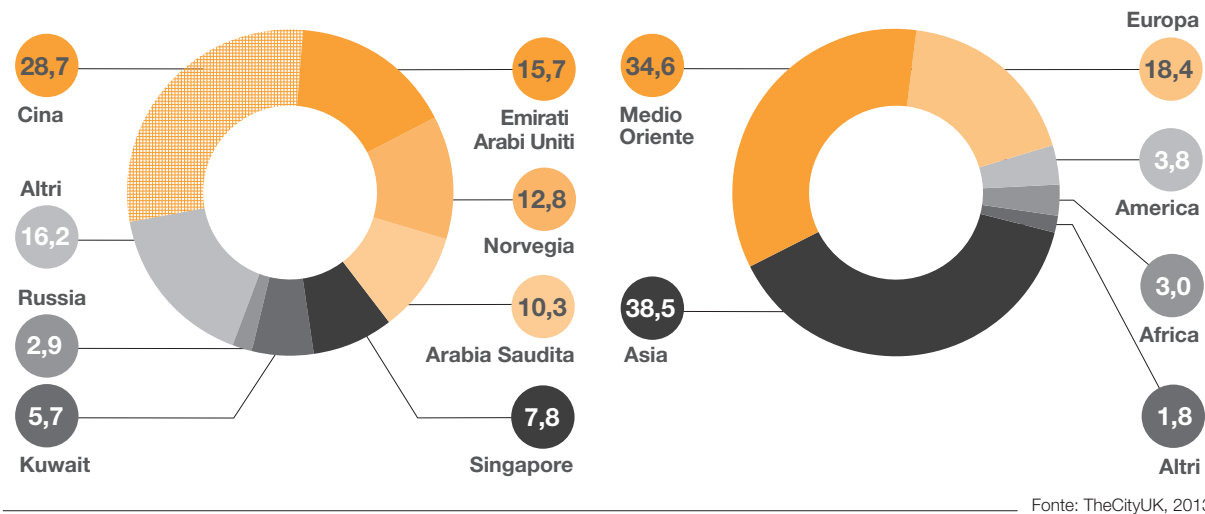
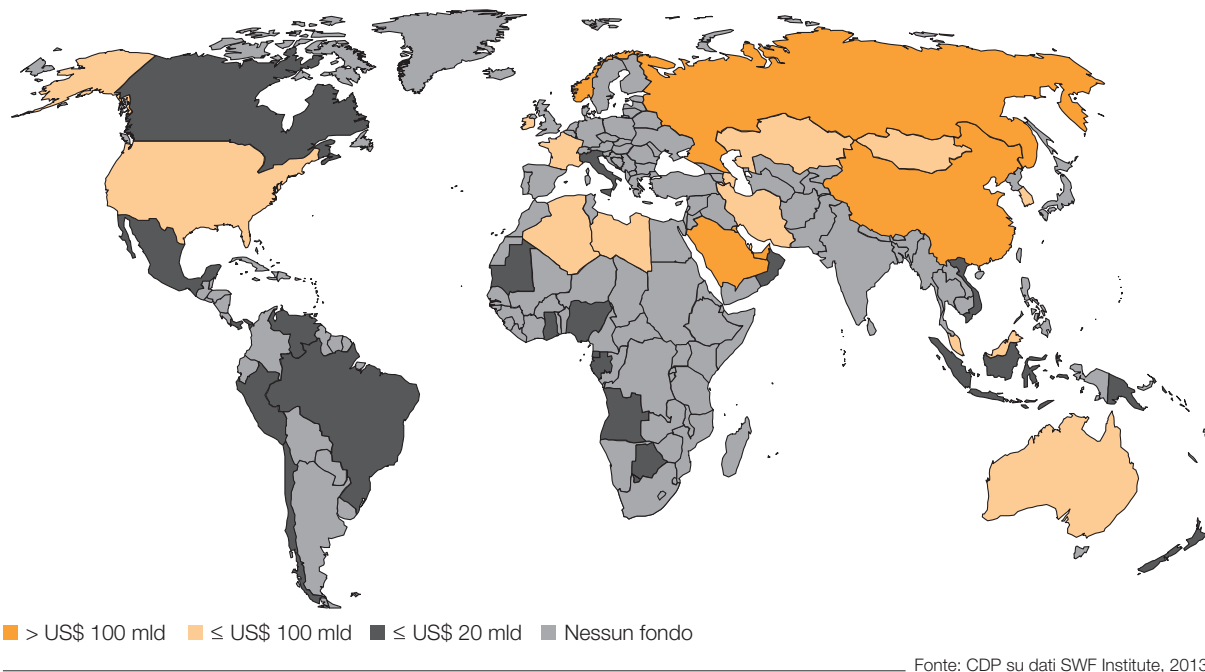


Figura 7 – Fondi sovrani per classe di patrimonio gestito, 2013



Nell'ultimo decennio i SWF hanno attirato particolare interesse per due ragioni principali:

- > hanno avuto una crescita eccezionale;
- > hanno cambiato la strategia d'investimento, aumentando le partecipazioni azionarie, soprattutto sul mercato europeo e statunitense.

L'interesse e i dubbi nei riguardi dei SWF

Gli investimenti dei SWF possono avere un effetto positivo sui mercati dei capitali globali. Infatti, aumentando la quantità di risorse finanziarie e la liquidità dei mercati, essi possono contribuire alla crescita economica dei Paesi destinatari degli investimenti e favorire l'emergere di mercati più aperti ed efficienti.

Tuttavia, il loro successo ha suscitato diversi timori, in particolare nelle Economie sviluppate, soprattutto a causa della carenza di informazioni e, in alcuni casi, perfino della mancanza di trasparenza sulle strategie d'investimento. Intervenendo sulla composizione del proprio portafoglio, inoltre, i SWF possono introdurre potenziali distorsioni dei prezzi delle attività. Infine, i SWF potrebbero essere utilizzati come strumenti per favorire strategie geopolitiche, più che per perseguire semplici interessi commerciali.

Nonostante ciò, in un periodo di generale carenza di capitali, quale quello attuale, gli investimenti dei SWF assumono un'importanza sempre crescente per l'economia globale, e in particolare per le Economie avanzate che, nella ricerca di risorse finanziarie, oltre a competere tra di loro, devono fronteggiare la concorrenza dei Paesi emergenti.

In una fase congiunturale che si caratterizza per una forte incertezza relativa alla definitiva ripresa, soprattutto in Europa, il contributo dei fondi sovrani ha in parte sostituito il meccanismo di raccolta di capitale attraverso il mercato. Si pensi, per esempio, al ridotto numero di IPO registrate negli ultimi anni nei mercati dei Paesi avanzati, soprattutto europei. Con un mercato di borsa che stenta a riprendersi, la potenziale alternativa rappresentata dagli investimenti dei fondi sovrani si sta consolidando come una delle forme di finanziamento in equity delle imprese, soprattutto quelle di grandi o grandissime dimensioni.

**L'orizzonte  
a lungo termine**

Oltre a detenere ampie risorse finanziarie, i fondi sovrani hanno generalmente elevate esposizioni in valuta estera e, a differenza di altri investitori istituzionali quali i fondi pensione e le assicurazioni, non sono soggetti a pressioni sul fronte della liquidità della provvista o delle passività. Conseguentemente, essi hanno orizzonti d'investimento a più lungo termine che si adattano alle esigenze dei Paesi sviluppati nei settori delle infrastrutture e delle tecnologie, soprattutto quando si parla di capitale di rischio.

Vanno poi considerati alcuni aspetti circa le attività dei SWF:

- > i fondi sovrani svolgono oggi un ruolo più attivo sui mercati dei capitali rispetto al passato, investendo in diverse classi di attivi, con crescente interesse verso i settori private equity, real estate e infrastrutture, con l'obiettivo di diversificare il portafoglio e ottenere rendimenti finanziari adeguati;
- > in tale ricerca, i SWF effettuano scelte d'investimento spesso non rese pubbliche, per evitare che vengano replicate da altri investitori, fattore, quest'ultimo, che può notevolmente ridurre la redditività degli investimenti;
- > in molti casi le preoccupazioni delle Economie avanzate sono legate alla difficoltà di accettare il ruolo emergente dei Paesi in via di sviluppo, piuttosto che a una loro reale minaccia per il sistema.

In tale trade-off tra efficienza dei mercati finanziari e tutela delle economie nazionali, sta ai Governi e ai regolatori nazionali garantire la crescita interna e, allo stesso tempo, incentivare i SWF a entrare nei singoli mercati. Pertanto, deve esistere un meccanismo che, da un lato, impedisca intrusioni indesiderate nei mercati nazionali, ma che dall'altro non ostacoli i flussi d'investimento esteri, garantendo il libero accesso ai mercati finanziari.

**34**

**Il trade-off  
tra efficienza  
dei mercati  
e tutela  
delle economie**

Per far fronte a queste esigenze, nel maggio 2008 è stato istituito l'IWG. Il gruppo è stato creato con il sostegno del FMI e include 26 Paesi membri, ciascuno avente un proprio fondo sovrano. Nell'ottobre 2008, il gruppo ha pubblicato una serie di 24 principi, i Principi e Pratiche Generalmente Accettati (GAPP) – anche noti come Principi di Santiago – al fine di incentivare la trasparenza nell'operatività e nella strategia d'investimento dei SWF.

## 02.1 | Gli investimenti diretti dei fondi sovrani

Per analizzare il trend d'investimento e le scelte dei SWF, da questo momento si fa riferimento a un campione più circoscritto, in relazione a una definizione più ristretta<sup>27</sup> di fondo sovrano che include esclusivamente i fondi che:

- > sono di proprietà diretta di un Governo centrale;
- > sono gestiti indipendentemente da altre istituzioni finanziarie pubbliche;
- > non hanno importanti obbligazioni pensionistiche correnti;
- > investono in diverse classi di attivi alla ricerca di rendimenti finanziari;
- > hanno un significativo portafoglio azionario investito a livello internazionale.

Il campione comprende 33 dei principali SWF a livello globale, per un patrimonio gestito di circa US\$ 3.447 mld (Tabella 6).

(27) Definizione di fondo sovrano usata dal Sovereign Investment Lab presso l'Università Bocconi, cfr. Sovereign Investment Lab (2012).

Tabella 6 – Principali fondi sovrani, 2012

Paese	Nome del fondo	Anno di fondazione	Origine del fondo	AuM (US\$ mld)
Norvegia	Government Pension Fund - Global	1990	Commodity (Petrolio)	746,30
Cina	China Investment Corporation	1976	Surplus bilancia commerciale	482,20
EAU/Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	1990	Commodity (Petrolio)	450,00
Kuwait	Kuwait Investment Authority	2007	Commodity (Petrolio)	296,00
Singapore	Government of Singapore Inv. Corp.	1953	Surplus bilancia commerciale	220,00
Russia	Nat. Wealth Fund and Reserve Fund	2006	Commodity (Petrolio)	172,90
Singapore	Temasek Holdings	1981	Surplus bilancia commerciale	157,90
Cina	National Social Security Fund	2000	Surplus bilancia commerciale	141,40
Qatar	Qatar Investment Authority	1974	Commodity (Petrolio)	135,00
Australia	Australian Future Fund	2006	Non-commodity	83,10
EAU/Dubai	Investment Corporation of Dubai	2006	Commodity (Petrolio)	70,00
Libia	Libyan Investment Authority	2003	Commodity (Petrolio)	64,20
EAU/Dubai	International Petroleum Inv. Com.	1984	Commodity (Petrolio)	60,00
EAU/Abu Dhabi	Mubadala Development Comp. PJSC	1993	Commodity (Petrolio)	55,00
Kazakistan	Kazakhstan National Fund	1983	Commodity (Petrolio)	52,30
Repubblica Coreana	Korea Investment Corporation	2006	Società governativa	43,00
Malesia	Khazanah National Berhard	2000	Società governativa	40,20
Brunei	Brunei Investment Agency	1983	Commodity (Petrolio)	39,00
Azerbaijan	State Oil Fund of Azerbaijan	1999	Commodity (Petrolio)	34,30
Irlanda	National Pension Reserve Fund	2001	Non-commodity	19,60
Nuova Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	2001	Non-commodity	17,90
Timor Est	Timor-Leste Petroleum Fund	2005	Commodity (Petrolio & Gas)	13,00
EAU/Dubai	Istithmar World†	2003	Società governativa	11,50
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	2006	Società governativa	11,20
EAU	Emirates Investment Authority	2007	Commodity (Petrolio)	10,00
EAU/Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	2005	Commodity (Petrolio)	10,00
Oman	State General Reserve Fund	1980	Commodity (Petrolio)	8,20
EAU/Ras Al Khaimah	Ras Al Khaimah Investment Authority	2005	Commodity (Petrolio)	2,00
Vietnam	State Capital Investment Corporation	2005	Società governativa	0,60
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1956	Commodity (Fosfati)	0,50
São Tomé & Príncipe	National Oil Account	2004	Commodity (Petrolio & Gas)	<0,01
Oman	Oman Investment Fund	2006	Commodity (Petrolio & Gas)	n.d.
EAU-Dubai	Dubai International Financial Center	2006	Società governativa	n.d.
			PETROLIO & GAS (TOT )	2.218,20
			SURPLUS BILANCIA COMMERCIALE (TOT)	1.001,50
			ALTRO (TOT)	227,60
			<b>TOTALE AuM</b>	<b>3.447,30</b>

Fonte: Sovereign Investment Lab, 2013

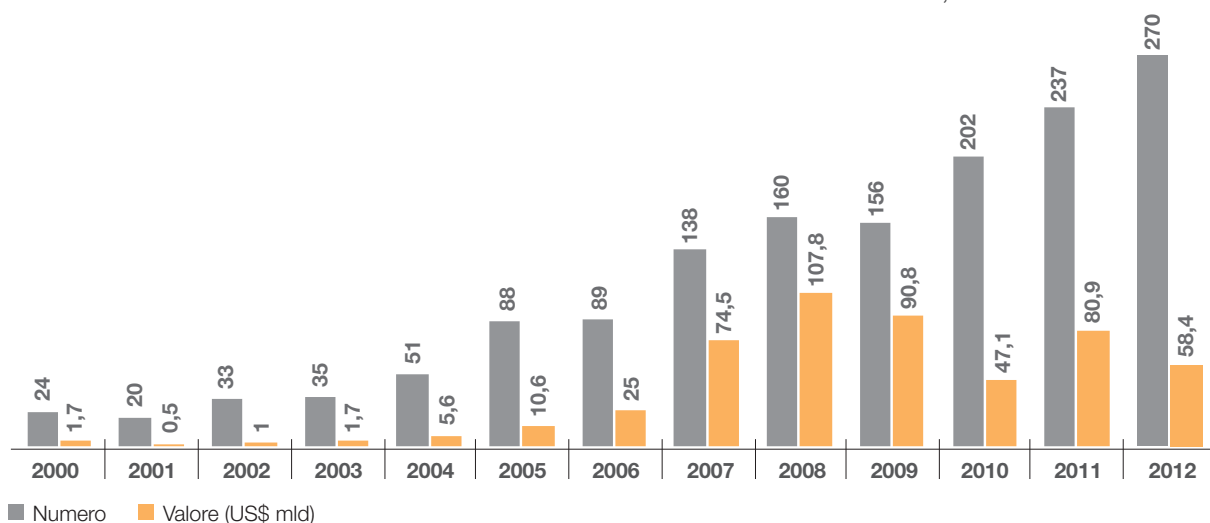
Come mostra il Grafico 13, nell'ultimo decennio gli investimenti diretti dei SWF hanno registrato un significativo incremento. Dal 2000, il numero di investimenti è aumentato a un CAGR del 22%, fino a raggiungere i 270 investimenti nel 2012. In termini di valore, essi sono cresciuti in modo ancora più marcato, a un CAGR del 35%, raggiungendo gli US\$ 58,4 mld nel 2012.

Se in termini numerici gli investimenti hanno segnato un trend decisamente crescente, in valore essi hanno subito un andamento più altalenante: crescente fino a toccare un picco tra il 2000 e il 2008 e decrescente tra il 2009 e il 2010. Dopo una ripresa, nel 2011, il volume degli investimenti si è nuovamente ridotto.

**Gli investimenti diretti dei SWF per valore e numero...**



Grafico 13 – Investimenti diretti dei fondi sovrani in termini assoluti e di valore, 2000-2012

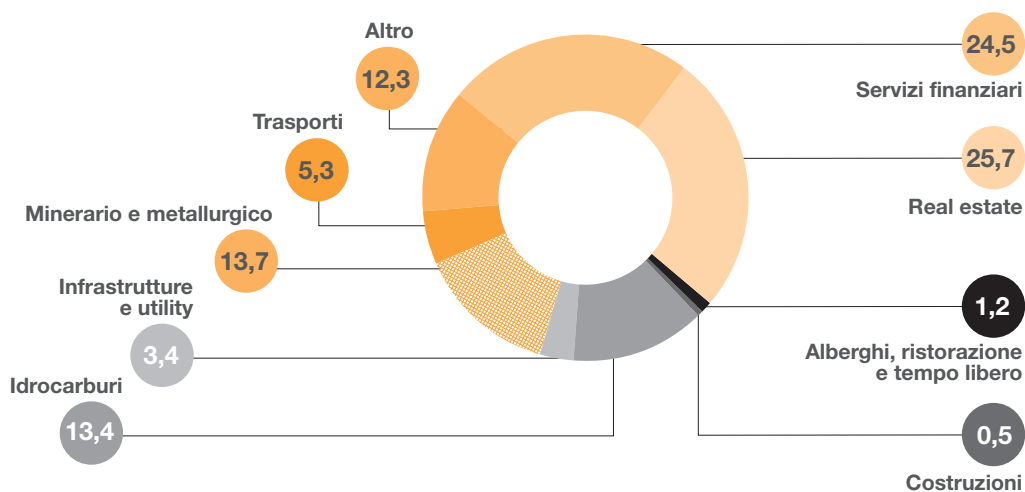


Fonte: Sovereign Investment Lab, 2013

...per settore...

Nel Grafico 14 è riportata la distribuzione settoriale degli investimenti diretti dei SWF. Nel 2012 circa il 24,5% di tali investimenti è andato al settore finanziario (con una percentuale in forte calo rispetto al 40% del 2011), a fronte del 25,7% nell'immobiliare e del 13,4% – per i fondi non-commodity – negli idrocarburi. Le infrastrutture e i servizi hanno rappresentato il 3,4% degli investimenti, mentre nel 2011 rappresentavano circa l'8%.

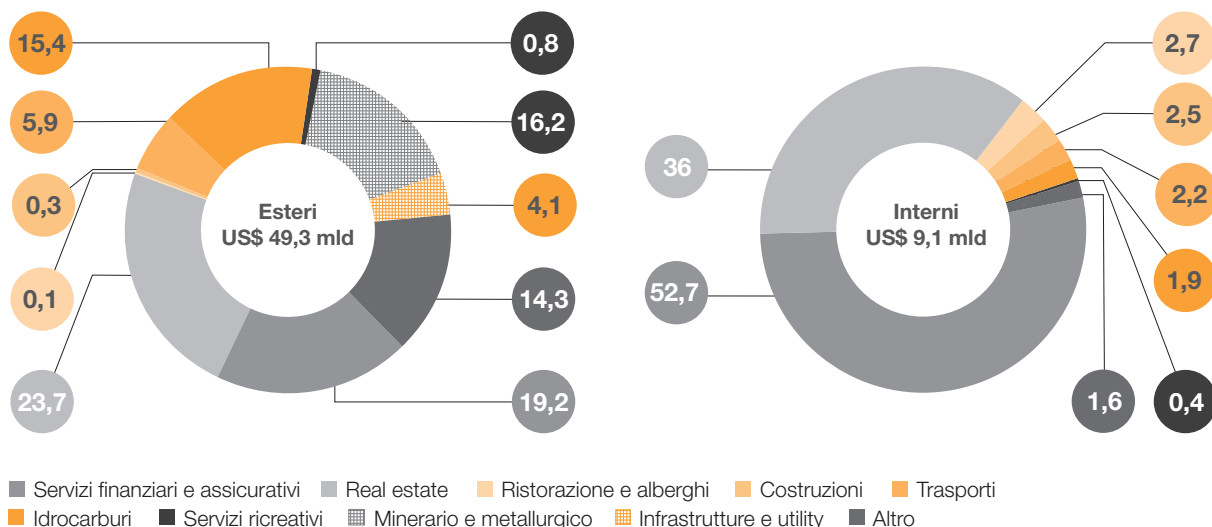
Grafico 14 – Investimenti diretti dei fondi sovrani per settore, 2012 (%)



Fonte: Sovereign Investment Lab, 2013

Degli US\$ 58,4 mld di investimenti diretti, l'84% è andato ai mercati esteri ed è stato investito – in modo piuttosto omogeneo – in diversi settori (Grafico 15). Il restante 16% è andato ai mercati nazionali, in particolare al settore finanziario (53%), a dimostrazione che i SWF continuano a partecipare al processo di ripresa dei sistemi finanziari nazionali a seguito della crisi.

Grafico 15 – Investimenti diretti esteri e interni dei fondi sovrani per settore, 2012 (%)

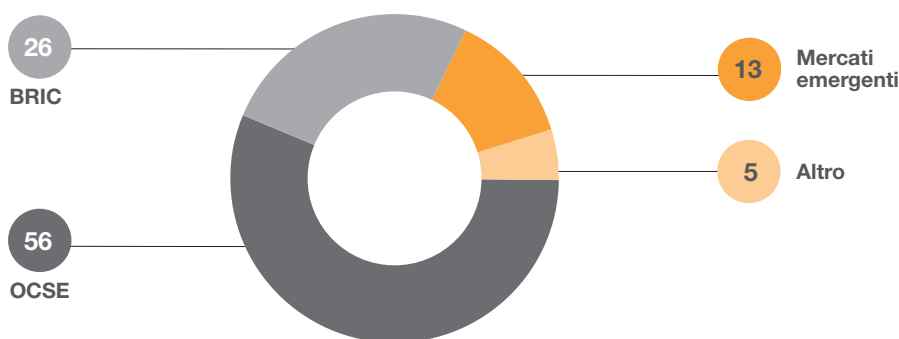


Fonte: Sovereign Investment Lab, 2013

Come mostra il Grafico 16, le Economie avanzate continuano a essere le principali beneficiarie degli investimenti. Nel 2012, il 56% degli investimenti diretti dei fondi sovrani è stato destinato ai Paesi dell'OCSE, a fronte del 26% ai BRIC e del 13% ai Paesi emergenti. Questa scelta può essere interpretata a prima vista come un'espressione di fiducia sulla capacità delle Economie avanzate di continuare a offrire buone opportunità d'investimento, e, contestualmente, come cautela nell'investire nei mercati emergenti. In effetti, da un'analisi più approfondita risulta che i SWF stanno investendo in società dei mercati sviluppati con forte presenza nei Paesi emergenti. Ciò si traduce nella possibilità di beneficiare del quadro regolamentare certo che caratterizza le Economie avanzate e, allo stesso tempo, degli elevati rendimenti finanziari tipici dei mercati emergenti.

...per mercato di destinazione

Grafico 16 – Investimenti diretti dei fondi sovrani per mercato di destinazione, 2012 (%)

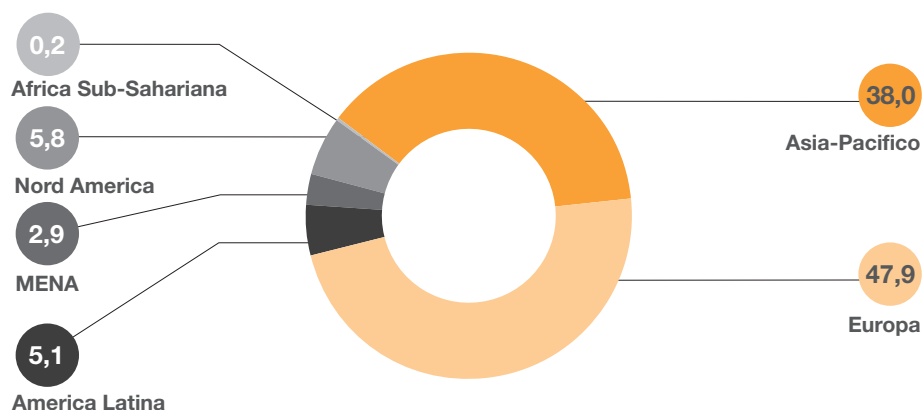


Fonte: Sovereign Investment Lab, 2013

I principali beneficiari degli investimenti diretti dei SWF nel 2012 sono stati Europa e Asia (Grafico 17), con rispettivamente US\$ 28 mld (47,9%) e US\$ 22,2 mld (38%). Seguono i Paesi del Nord America con US\$ 3,4 mld (5,8%) e l'America Latina (US\$ 3 mld, pari al 5,1%).

...e per regione di destinazione

Grafico 17 – Investimenti diretti dei fondi sovrani per regione di destinazione, 2012 (%)



Fonte: Sovereign Investment Lab, 2013

Gli investimenti in Europa sono provenuti, per US\$ 18,4 mld, da Paesi MENA e, per US\$ 6,7 mld, dall'Asia-Pacifico (Figura 8).

Figura 8 – Flussi d'investimento dei fondi sovrani dei Paesi MENA e dell'Asia-Pacifico, 2012



Fonte: Sovereign Investment Lab, 2013

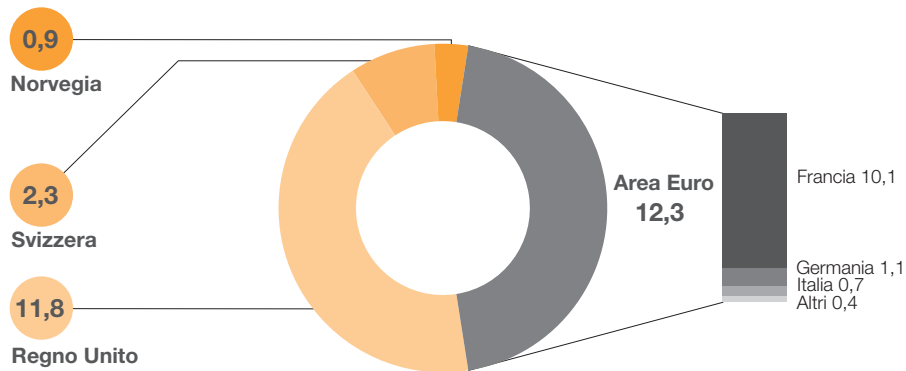
L'Asia-Pacifico è stata la regione beneficiaria della maggior parte degli investimenti diretti interni, con US\$ 17,1 mld.

Il Grafico 18 mostra che, in Europa, il 44% (US\$ 12,3 mld) degli investimenti diretti esteri dei SWF ha interessato i Paesi dell'Area Euro, il 42% (US\$ 11,8 mld) il solo Regno Unito, l'8% (US\$ 2,3 mld) la Svizzera e il restante 3% (US\$ 900 mln) la Norvegia.

Nell'Area Euro, la Francia è stata destinataria della maggior parte degli investimenti dei SWF (oltre l'80%), seguita dalla Germania (9%) e dall'Italia (6%). Gli altri Paesi hanno ricevuto flussi di minore entità, per una quota complessiva pari al 3%.

Gli investimenti diretti dei SWF in Europa

Grafico 18 – Investimenti esteri dei fondi sovrani in Europa, 2012 (US\$ mld)



Fonte: Sovereign Investment Lab, 2013

## 02.2 | Fondi non-commodity: alcuni esempi in Asia

### 02.2.1 China Investment Corporation

La China Investment Corporation (CIC) è una società di diritto cinese interamente controllata dal Governo della Repubblica Popolare Cinese, fondata nel settembre 2007 dal Ministero delle Finanze e dotata di circa US\$ 200 mld, provenienti da riserve in valuta estera.

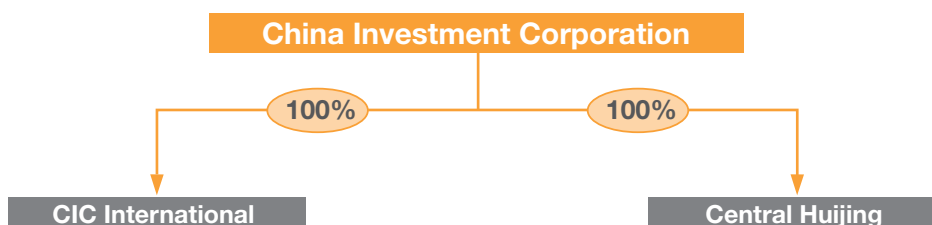
L'attività di CIC mira a diversificare le riserve valutarie cinesi effettuando investimenti a lungo termine.

A cavallo tra il 2010 e il 2011, CIC ha costituito una controllata e un ufficio di rappresentanza all'estero, la CIC International (Hong Kong) Co. Ltd e il CIC Representative Office a Toronto, con l'obiettivo di esplorare nuove opportunità di investimento ed espandere ulteriormente l'attività. Nel settembre 2011, la controllata di Hong Kong e l'ufficio di Toronto sono stati incorporati nella CIC International Co. Ltd (CIC International).

La struttura

CIC International è una società interamente controllata da CIC, con il mandato di investire e gestire capitali all'estero, occupandosi così delle attività del fondo al di fuori della Cina. Il capitale alla costituzione era di US\$ 30 mld.

Figura 9 – Società controllate da CIC



Fonte: CIC, 2012

Oltre a CIC International, CIC ha un'altra controllata, Central Huijin Investment Ltd (Central Huijin), che investe nelle principali istituzioni finanziarie pubbliche cinesi e può contribuire alla ricapitalizzazione di istituti finanziari nazionali.

Con riferimento alla corporate governance, CIC ha:

- > un Consiglio di Amministrazione che elabora e approva la strategia d'investimento e le principali linee guida operative;
- > un Comitato di Supervisione che monitora l'efficacia delle procedure di supervisione e l'adeguatezza dei comportamenti interni;
- > un Comitato Esecutivo che ha il compito di tradurre le indicazioni ricevute dal Consiglio di Amministrazione in linee strategiche operative. Tale comitato è assistito da un Comitato per gli investimenti e da un Comitato per la gestione del rischio.

La selezione degli investimenti avviene sulla base dei seguenti principi:

- > l'allocazione del capitale è finalizzata a massimizzare il valore per l'azionista nel rispetto di un grado di rischio ritenuto sostenibile;
- > l'obiettivo non è avere un ruolo attivo nelle società partecipate, né influenzarne la gestione. In genere, CIC non assume partecipazioni di controllo, ma acquisisce quote di minoranza non superiori al 10% del capitale;
- > gli investimenti sono mirati a ottenere un rendimento corretto per il rischio stabile e sostenibile nel lungo termine.

All'estero, il fondo investe principalmente in prodotti finanziari o direttamente nel capitale di società.

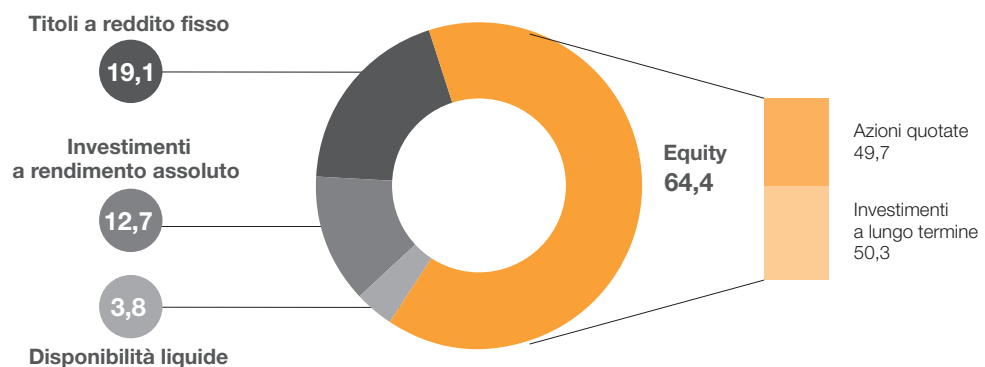
Alla fine del 2012, il patrimonio gestito di CIC ammontava a US\$ 575 mld (US\$ 482 mld nel 2011). Gli investimenti erano ripartiti fra le seguenti classi di attivi (Grafico 19):

- > disponibilità liquide (3,8%);
- > titoli a reddito fisso (19,1%);
- > investimenti a rendimento assoluto (12,7%), soprattutto hedge fund;
- > equity (64,4%), di cui il 49,7% in azioni quotate e 50,3% in investimenti a lungo termine, per lo più private equity in risorse naturali, energia, real estate, infrastrutture e investimenti diretti in altri settori.

Il portafoglio  
titoli

40

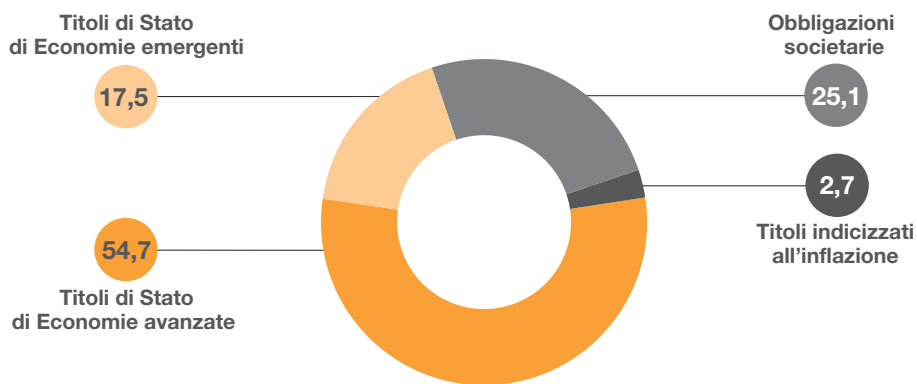
Grafico 19 – Portafoglio investimenti di CIC, 2012 (%)



Fonte: CIC, 2013

Tra i titoli a reddito fisso, come riportato nel Grafico 20, il 54,7% è rappresentato da titoli di Stato di Economie avanzate, il 25,1% è costituito da obbligazioni societarie, mentre titoli di Stato di Economie emergenti e titoli indicizzati all'inflazione rappresentano rispettivamente il 17,5% e il 2,7%.

Grafico 20 – Investimenti di CIC in titoli a reddito fisso, 2012 (%)

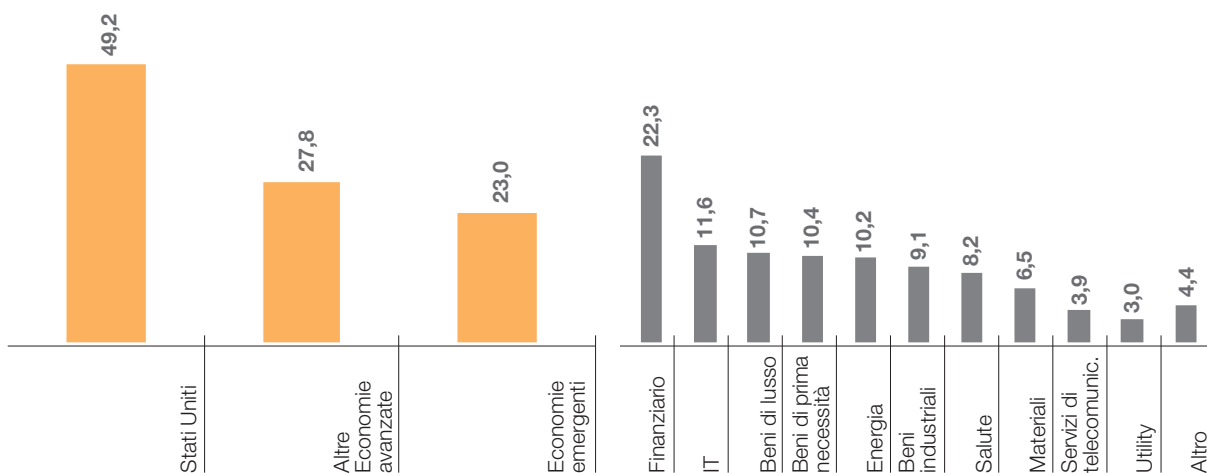


Fonte: CIC, 2013

Per quanto riguarda il comparto azionario, il Grafico 21 riporta gli investimenti di CIC in azioni per l'anno 2012. Tali investimenti sono stati concentrati nelle Economie sviluppate (49,2% negli Stati Uniti e 27,8% in altre Economie avanzate) e nelle Economie emergenti (23,0%).

**Il portafoglio azionario**

Grafico 21 – Investimenti di CIC in azioni, 2012 (%)



Fonte: CIC, 2013

Il settore finanziario attrae gran parte degli investimenti in equity di CIC (22,3%), sebbene, dal 2009, il fondo abbia progressivamente ridotto le partecipazioni in istituzioni finanziarie estere. La partecipazione in Morgan Stanley è scesa dal 9,9% nel 2007 al 7,6% nel 2013. Nonostante ciò, il fondo è ancora azionista di riferimento nella società.

**I settori d'investimento**

Nel settembre 2012, CIC ha quasi interamente ceduto la quota del 3% in BlackRock (pari a circa US\$ 1 mld), probabilmente per coprire altre perdite subite, per esempio quelle registrate dalle partecipazioni in Morgan Stanley o in Blackstone Group (dove CIC ha perso oltre il 50% dell'investimento iniziale, pari a US\$ 3 mld nel 2007). Tra gli altri, CIC detiene anche azioni nella brasiliana BTG Pactual Finance (3,11%, pari a US\$ 300 mln al dicembre 2010), VISA e Apax Partners.

Attraverso Central Huijin, CIC ha investito in primarie istituzioni finanziarie nazionali, come China Development Bank (47,6%), Industrial and Commercial Bank of China (35,4%), Agricultural Bank of China (40,1%), Bank of China (67,7%) e China Construction Bank (57,1%).

Dal 2008, CIC detiene l'80% del fondo di private equity JC Flowers, costituito in joint venture con la società americana JC Flowers & Co (che ne controlla il 10%, a fronte di un ulteriore 10% nelle mani di altri investitori) e dotato di US\$ 4 mld.

Inoltre, nel febbraio 2012 CIC ha investito – senza rivelare le dimensioni o il valore della partecipazione – in EIG Global Energy Partners, un asset manager specializzato in investimenti in energia, risorse naturali e nelle relative infrastrutture.

Nel settore dell'ITC, che complessivamente ha attratto l'15,5% degli investimenti (11,6% IT e 3,9% telecomunicazioni), CIC ha investito in società quali, ad esempio, Apple e Motorola.

Al settore dell'energia CIC ha destinato il 10,2% delle risorse, investendo US\$ 850 mln nel 15% di Nobel Group Limited (Singapore) nel settembre 2009 e, nel dicembre 2011, US\$ 3,15 mld nel 30% di GDF Suez Exploration & Production International SA (Francia) e US\$ 850 mln nel 10% di Atlantic LNG Company (Trinidad e Tobago). A febbraio 2012, CIC ha inoltre investito circa US\$ 151 mln nel 7,4% di Sunshine Oilsands Oil and Gas Upstream (Canada). Il fondo cinese detiene anche partecipazioni in Tech Resources Limited (Canada), GCL Poly Energy Holdings Limited (Cina), Delta Dunia (Indonesia).

Le restanti attività che compongono il portafoglio equity sono suddivise come segue: 10,7% in beni di lusso, 10,4% in beni di prima necessità, 9,1% in beni industriali, 8,2% nella salute, 6,5% nell'industria dei materiali, 3,9 nelle telecomunicazioni, 2,7% nelle utility e il restante 4,4% in altri settori. CIC ha investito, ad esempio, US\$ 2 mld nell'acquisto del 25,8% della società mineraria sudafricana Shanduka Group, nel dicembre 2011, e US\$ 424,5 mln per il 5% di Polyus Gold, il principale produttore russo d'oro, nel maggio 2012. Nel settore dei trasporti, il fondo ha investito US\$ 100 mln per acquistare il 10,5% della Diamond S. Shipping, nel luglio 2011, US\$ 314 mln per il 13,8% dell'operatore autostradale australiano Horizon Roads, nell'ottobre 2011, e US\$ 726 mln per una partecipazione del 10% nell'aeroporto di Heathrow (Londra), nel novembre 2012. Nel settore delle utility, CIC detiene il 16,9% (circa US\$ 1,3 mld) della società americana AES, il 19% (circa US\$ 93 mln) nella vietnamita AES-VGM Power Mong Duong Company e, da gennaio 2012, l'8,7% (US\$ 442 mln) nella londinese Thames Water Utilities. Nel settore immobiliare, CIC controlla tra l'altro anche il 19% (circa US\$ 260 mln) della società britannica Songbird Estates.

Nel 2011, CIC ha costituito il Russia-China Investment Fund, insieme a Vnesheconombank (la banca di sviluppo pubblica russa) e RDIF (il fondo russo per gli investimenti diretti). Il fondo investe in società in Russia e Cina, ha una dotazione di US\$ 2 mld (US\$ 1 mld da CIC e US\$ 1 mld da RDIF) e mira a raccogliere ulteriori US\$ 1-2 mld da altri investitori. CIC ha lanciato anche il China Belgium Mirror Fund con la Société Fédérale de Participations et d'Investissement belga e A Capital, per investire in società del Belgio e del resto d'Europa.

Le turbolenze di mercato causate dalla volatilità dei prezzi delle materie prime, da catastrofi naturali quali il terremoto in Giappone, dalle pressioni inflazionistiche nei Paesi emergenti e dalla crisi del debito negli Stati Uniti e in Europa, hanno messo sotto pressione il portafoglio del fondo cinese negli ultimi anni. Gli aggiustamenti di breve e medio termine introdotti da CIC nell'asset allocation hanno tuttavia salvato il portafoglio da ingenti perdite. In generale, gli investimenti in prodotti obbligazionari e creditizi hanno registrato rendimenti positivi, a fronte di un andamento meno positivo per le partecipazioni azionarie. Nel 2012 il portafoglio degli investimenti ha registrato un rendimento annuo complessivo del 10,6%, valore ben al di sopra del -4,3% segnato nel 2011. Complessivamente, il rendimento cumulato annuo, sin dall'inizio dell'attività di CIC nel 2007, è stato del 5,0%.

Tra il 2010 e il 2011 CIC ha rivisto la propria strategia: ha ampliato l'orizzonte di investimento a 10 anni, aumentando così il volume degli investimenti a lungo termine e riducendo quelli in liquidità e altri strumenti liquidi. Ha inoltre ridotto la sua esposizione in dollari e dichiarato l'intenzione di non acquistare altri titoli di Stato europei, mostrando invece interesse per nuove opportunità di investimento in Europa, in particolare nel settore delle infrastrutture. Oltre a investire crescenti risorse finanziarie nei mercati emergenti, CIC ha mostrato interesse a investire in Africa, pur sottolineando che il contesto di investimento africano non è ancora particolarmente allettante.

## 02.2.2 Temasek Holdings

Temasek Holdings è una società d'investimento di proprietà del Ministero delle Finanze del Governo di Singapore, disciplinata dal Singapore Company Act.

Fondato nel 1974, Temasek è uno dei fondi sovrani più antichi, secondo solo alla Kuwait Investment

Authority, costituita nel 1953. Il mandato di Temasek consiste nel gestire le risorse dello Stato, al fine di creare e massimizzare il valore a lungo termine per gli azionisti.

A marzo 2013 Temasek aveva un portafoglio di US\$ 173 mld, investiti principalmente a Singapore, in Asia e nei mercati sviluppati.

Il portafoglio

Il portafoglio di Temasek è investito in una vasta gamma di settori: servizi finanziari, telecomunicazioni, media e tecnologia, trasporto e materiali industriali, beni di consumo e real estate, energia e risorse, bioscienze.

Gli investimenti di Temasek hanno avuto un total shareholder return (TSR)<sup>28</sup> del:

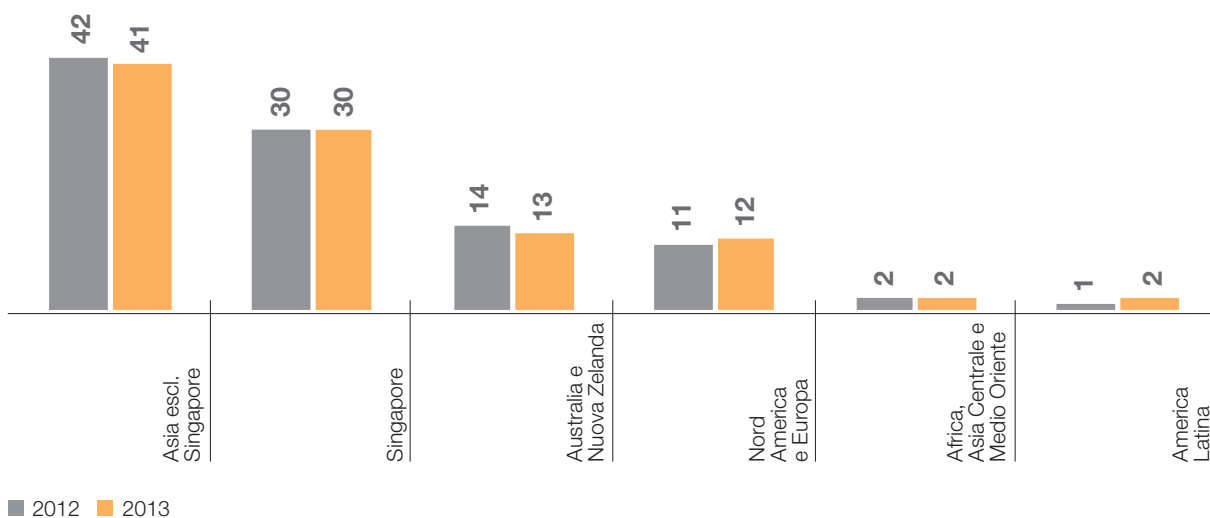
- 16% dal lancio;
- 13% nell'ultimo decennio;
- 3% negli ultimi cinque anni;
- 9% tra marzo 2012 e marzo 2013.

Il tasso di rendimento minimo (hurdle rate) corretto per il rischio è rimasto tuttavia stabile tra l'8% e il 9%. La strategia di investimento di Temasek è guidata da quattro pilastri:

- Economie in trasformazione: investimenti crescenti in Cina, India, Sud-Est asiatico e America Latina, in settori quali i servizi finanziari, le infrastrutture e la logistica;
- Paesi a medio reddito con popolazione in crescita: investimenti in settori quali telecomunicazioni, media e tecnologia, beni di consumo e immobiliare, per trarre vantaggio dalla crescente domanda dei consumatori;
- vantaggi comparati crescenti: finanziamento di economie, attività e società con particolari proprietà intellettuali, competenze tecnologiche e altri vantaggi competitivi;
- campioni emergenti: investimento in società con buone prospettive di diventare leader a livello nazionale, regionale o globale.

Nel Grafico 22 è riportato il patrimonio gestito dal fondo diviso per aree geografiche. A marzo 2013, il 58% degli attivi di Temasek era investito in Economie avanzate, quali Singapore, Giappone, Corea, Australia, Nuova Zelanda, Nord America ed Europa. Il restante 42% in regioni in crescita: Asia (esclusi Singapore, Giappone, Corea), America Latina, Africa, Asia centrale e Medio Oriente.

Grafico 22 – Patrimonio gestito da Temasek per regione, 2012-2013 (%)



Fonte: Temasek, 2013

(28) Il rendimento totale delle azioni (total shareholder return) misura i rendimenti composti annuali degli azionisti come se detenessero direttamente il portafoglio. Comprende i dividendi all'azionista ed esclude apporti di capitale degli azionisti.



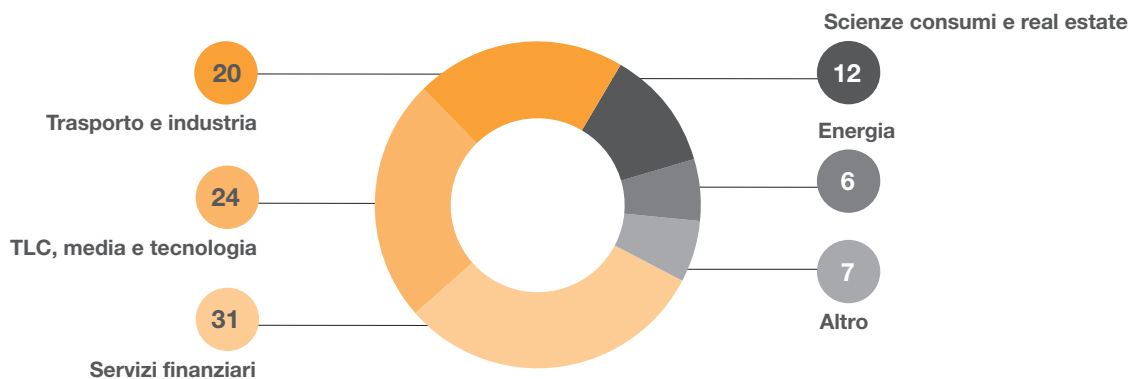
**Gli investimenti per regione...**

Il 41% del patrimonio gestito di Temasek è concentrato in Asia orientale, esclusa Singapore, che – da sola – rappresenta il 30%; il 13% è in Australia e Nuova Zelanda, il 12% in Nord America ed Europa, il 2% in Africa, Asia centrale e Medio Oriente e il 2% in America Latina.

**...e per settore**

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale (Grafico 23), il portafoglio è investito in servizi finanziari (31%), TLC, media e tecnologia (24%), trasporti e materiali industriali (20%), bioscienze, beni di consumo e immobiliare (12%), energia e risorse (6%), altro (7%).

**Grafico 23** – Patrimonio gestito da Temasek per settore, 2013 (%)



Fonte: Temasek, 2013

**44**

Il 38% del patrimonio di Temasek è investito in società quotate (partecipazioni sopra il 20%), il 35% in attivi liquidi e quotati (partecipazioni sotto il 20%), il 27% in attività non quotate. Il 65% del patrimonio gestito è in dollari di Singapore, l'11% in dollari di Hong Kong, il 6% in dollari USA, il 6% in sterline, il 2% in euro e il restante 10% in altre valute.

Temasek ha avviato nel 2005 un programma di emissioni per US\$ 10 mld denominato Global Guaranteed Medium Term Note (MTN). A marzo 2013, Temasek aveva in circolazione tredici emissioni obbligazionarie in dollari di Singapore, dollari statunitensi e sterline, per circa US\$ 9,4 mld, con una maturity media di circa 14 anni. Per quanto riguarda la raccolta a breve termine, a marzo 2013 le emissioni di titoli di Temasek ammontavano a € 1,3 mld, di cui circa € 1 mld nell'Euro-Commercial Paper Program (ECP) da US\$ 5 mld lanciato nel 2011. Nel corso degli ultimi dieci anni Temasek ha investito US\$ 127 mld e disinvestito US\$ 80 mld. Tra marzo 2012 e marzo 2012 gli investimenti sono stati di US\$ 16 mld, a fronte di US\$ 10 mld disinvestiti, con nuovi investimenti netti per US\$ 6 mld.

In Tabella 7 figurano i principali investimenti di Temasek.

Tabella 7 – Principali investimenti di Temasek al 31/03/2012

	Quota (%)	Valore della partecipazione (US\$ mln)
<b>Settore finanziario</b>		
AIA Group Ltd	2%	1.055
Bank of China Ltd	<1%	<1.308
China Construction Bank	7%	14.240
DBS Group Holdings Ltd	29%	9.130
Industrial and Commercial Bank of China Ltd	1%	2.323
Ping An Insurance (Group) Company of China Ltd	1%	565
PT Bank Danamon Indonesia Tbk	67%	4.262
Standard Chartered PLC	18%	11.235
<b>Telecomunicazioni, media e tecnologia</b>		
Shin Corporation Public Company Ltd	42%	3.728
Singapore Technologies Telemedia Pte Ltd	100%	2.712
STATS ChipPAC Ltd	84%	671
Bharti Airtel Ltd	5%	1.148
MediaCorp Pte Ltd	100%	592
Singapore Telecommunications Ltd	52%	23.997
<b>Trasporti e industria</b>		
Evonik Industries AG	5%	431
Keppel Corporation Ltd	21%	3.423
Neptune Orient Lines Ltd	66%	1.632
PSA International Pte Ltd	100%	7.470
Sembcorp Industries Ltd	49%	3.665
Singapore Technologies Engineering Ltd	50%	5.385
Singapore Airlines Ltd	56%	5.769
Singapore Power Ltd	100%	6.824
SMRT Corporation Ltd	54%	1.046
<b>Scienze, consumo e real estate</b>		
Olam International Ltd	23%	762
CapitaLand Ltd	39%	4.725
Celltrion Inc.	11%	530
Li & Fung Ltd 3	3%	346
M+S Pte Ltd	40%	
Pulau Indah Ventures Sdn Bhd	50%	
Mapletree Investments Pte Ltd	100%	5.261
SATS Ltd	43%	1.174
Surbana Corporation Pte Ltd	60%	
Wildlife Reserves Singapore Pte Ltd	88%	125
<b>Energia e risorse naturali</b>		
The Mosaic Company	5%	1.269
Cheniere Energy Inc.	4%	270
Chesapeake Energy Corporation	2%	272
Clean Energy Fuels Corp.	4%	46
FTS International Inc.	41%	1.077
Kunlun Energy Company Ltd	<1%	<171
MEG Energy Corp.	5%	355
Repsol S.A.	6%	1.566
Turquoise Hill Resources Ltd	9%	577

Fonte: Temasek, 2013

Per quanto riguarda la corporate governance, Temasek ha un Consiglio di Amministrazione che individua la strategia d'investimento e le linee guida per il management. Più in dettaglio, il CdA prende le decisioni che riguardano gli obiettivi strategici di lungo termine, il budget e il bilancio, le scelte d'investimento di maggiore portata, i cambiamenti nella composizione del CdA e i criteri di successione degli amministratori. Il CdA ha tre comitati di supporto: un Comitato Esecutivo, che approva le decisioni d'investimento fino a una certa soglia, oltre la quale la decisione è demandata direttamente al CdA; un Comitato per il Controllo, che verifica la compliance con leggi e regolamenti; un Comitato per lo Sviluppo della leadership del management.

## 02.3 | Fondi commodity: alcuni esempi in Medio Oriente ed Europa

### 02.3.1 Qatar Investment Authority

La Qatar Investment Authority (QIA) è stata istituita dallo Stato del Qatar nel 2005 con il mandato, definito nell'atto costitutivo, di sviluppare, investire e gestire i fondi di riserva dello Stato, derivanti dai proventi dell'esportazione di petrolio e gas naturale. Il Paese è infatti molto ricco di idrocarburi, in particolare gas, di cui detiene un terzo delle riserve mondiali. QIA eredita una lunga esperienza nell'investimento in varie classi di attivi e sui più importanti mercati di capitali, fondata su trent'anni di attività di investimento dello Stato del Qatar, un Paese che si pone da tempo l'obiettivo di figurare tra i principali centri a livello internazionale per la finanza e la gestione degli investimenti.

QIA ha: (i) un Consiglio di Amministrazione, responsabile per l'implementazione della mission e l'individuazione della strategia e del quadro di riferimento per lo sviluppo delle operazioni; (ii) un Comitato Esecutivo che prende le decisioni di business di concerto con il CdA; (iii) un ufficio Audit.

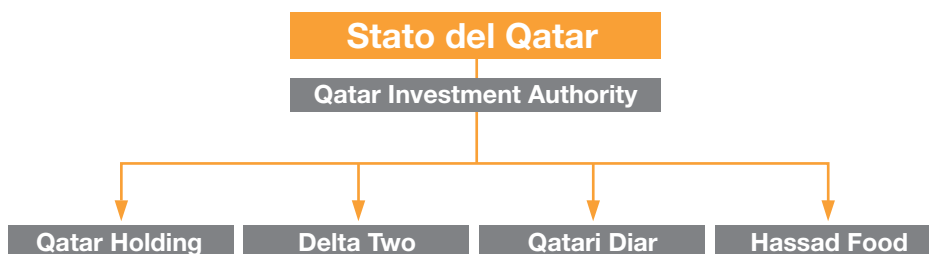
Negli ultimi decenni, l'economia del Qatar ha sperimentato un rapido sviluppo, che ha fatto crescere il PIL a prezzi correnti a US\$ 192 mld nel 2012. Se calcolato in termini reali, negli ultimi vent'anni il PIL ha registrato una crescita a un tasso medio annuo dell'11% e si stima continuerà a crescere a un tasso del 6% fino al 2017<sup>29</sup>. Tale andamento è principalmente riconducibile all'aumento dei prezzi dell'energia e delle esportazioni di gas naturale liquefatto (GNL). Il surplus di risorse finanziarie provenienti dalla vendita di petrolio e gas è investito sia all'interno sia all'estero. All'interno, gli investimenti si concentrano nelle infrastrutture e nelle piccole e medie imprese, oltre che in una vasta gamma di altre attività, tra cui immobili, attività di promozione (come i Giochi Asiatici), la creazione del centro finanziario del Qatar e di marchi internazionali (come Qatar Airways), investimenti in settori ad alta intensità energetica e in strutture per l'istruzione e la sanità.

Al di fuori del Paese, QIA investe in diverse classi di attivi, settori economici e aree geografiche, al fine di diversificare il portafoglio e massimizzare i rendimenti.

Il fondo investe solitamente in attivi a lungo termine e, in caso di partecipazioni societarie, in quote di minoranza. Investe sia attraverso investimenti diretti sia tramite le controllate, quali ad esempio:

- > Qatar Holding LCC (QH), veicolo primario di investimenti strategici e diretti, controllata al 100%;
- > Qatari Diar, società di investimenti immobiliari e di sviluppo, interamente controllata, istituita nel dicembre 2004, con un patrimonio gestito di US\$ 42 mld investito in Qatar, Stati Uniti, Regno Unito, Francia, Italia, Svizzera, Oman, Marocco, Egitto, Siria, Sudan e Seychelles;

Figura 10 – Struttura di QIA



Fonte: SWF Institute, 2012

(29) Stime basate sui dati del World Economic Outlook dell'FMI.

- > Hassad Food, società agroalimentare fondata nel 2008, che investe in agricoltura, allevamento e beni alimentari, per garantire una fornitura adeguata di alimenti a prezzi ragionevoli in Qatar.

Qatar Holding

Qatar Holding è stata costituita nell'aprile del 2006 sotto la giurisdizione del Qatar Financial Centre, con il mandato generale di:

- > acquisire partecipazioni di minoranza in aziende leader in tutto il mondo;
- > effettuare investimenti di importo compreso fra US\$ 500 mln e US\$ 10 mld;
- > investire in aziende sia pubbliche sia private, preferibilmente quotate;
- > investire in entità che rispondano a requisiti standard in termini di protezione dei diritti delle minoranze.

Il portafoglio di QH dovrebbe attualmente essere pari a circa US\$ 100 mld.

QIA non pubblica informazioni dettagliate sui propri investimenti; tuttavia, secondo stime del Sovereign Wealth Fund Institute, alla fine del 2011 il suo patrimonio ammontava a circa US\$ 135 mld (il 78% del PIL nominale) ed era investito in azioni, titoli a reddito fisso e private equity. Gli investimenti in azioni quotate – che rappresentano la parte più consistente del portafoglio – sono principalmente indirizzati verso i mercati di Europa, America Latina e Asia; gli investimenti a reddito fisso – pari a circa il 20% del totale degli attivi – sono rappresentati, in gran parte, da titoli di Stato e obbligazioni societarie statunitensi; gli investimenti di private equity sono concentrati in Nord America, Europa, Asia, Paesi MENA e mercati emergenti.

Gli investimenti per aree geografiche...

Per quanto riguarda i settori, gran parte degli investimenti di QIA – sia diretti sia effettuati attraverso i propri veicoli di investimento, QH in primo luogo – è rivolta al settore finanziario.

QIA è stata pesantemente colpita dagli effetti della crisi e dal nuovo rallentamento dell'economia del 2011, facendo fronte, ancora nel 2011, a un esborso di US\$ 4,4 mld (il 37% della sua spesa totale diretta) nel settore finanziario. Di questi, US\$ 1,3 mld sono stati impiegati per acquistare ulteriori quote di capitale di quattro banche nazionali, un salvataggio che è costato al fondo oltre US\$ 3 mld dal 2008. Anche QH sta risentendo ancora degli effetti del salvataggio di Credit Suisse nel 2008, a ulteriore conferma di come gli investitori siano ancora alle prese con le conseguenze della crisi finanziaria.

...e per settore

Oggi, QIA possiede partecipazioni in importanti istituzioni finanziarie, come la Banca Nazionale del Qatar (50%, circa US\$ 12,4 mld), Barclays (6,8%, circa US\$ 3,2 mld, destinata a salire al 12,7), Credit Suisse (8,2%, US\$ 2,5 mld), Agricultural Bank of China (US\$ 2,8 mld investiti nel luglio 2010), Banco Santander Brasil (US\$ 2,7 mld investiti nell'ottobre 2010), e diverse altre istituzioni finanziarie nazionali ed estere. Detiene inoltre il 15,2% (circa US\$ 643 mln) del London Stock Exchange.

Nel settore immobiliare, QIA ha investito risorse finanziarie significative, ad esempio per acquistare il 24% (US\$ 328 mln) della società britannica Songbird Estates, il 49% (US\$ 10,2 mld) della Dhofar Tourism dell'Oman e il 25% nelle Banyan Tree Hotels & Resorts di Singapore. Tra gennaio e maggio 2012, QIA ha anche investito nel complesso di Canary Wharf a Londra, nella italiana Smeralda Holding, nella società inglese BAA (US\$ 1,4 mld) e negli Champs Elysées (US\$ 622 mln).

QIA è attiva in molti altri settori. Nel settore automobilistico, per esempio, detiene partecipazioni in due delle più importanti aziende in Germania e nel mondo: Volkswagen (17%, circa US\$ 10 mld) e Porsche (10%, circa US\$ 1,1 mld). Il fondo ha anche mostrato interesse nel settore della vendita al dettaglio investendo, per esempio, nelle società britanniche Sainsbury (26,1%, US\$ 2,6 mld) e Harrods (circa US\$ 2,3 mld nel luglio 2010 per acquisire il 100% del capitale). QIA detiene anche l'1,03% (circa US\$ 900 mln) del Gruppo LVMH (Moët Hennessy - Louis Vuitton), la società francese specializzata in beni di consumo di lusso, e il 5,2% di Tiffany (circa US\$ 420 mln). Nel luglio 2012 QIA ha inoltre acquisito la società di moda italiana Valentino (per un valore stimato di circa US\$ 850 mln). Nel settore dei media, QIA detiene, per esempio, il 13% (US\$ 490 mln) della società francese Lagardère, ma ha anche investito US\$ 175 mln nell'acquisto del 25% della società turca Turkuvaz e US\$ 150 mln nella Miramax Films statunitense.

QIA ha investito anche nel settore oil & gas, acquisendo il 2% (US\$ 2,3 mld) di Total e il 3% (US\$ 3,9 mld) di Shell, e nel settore minerario con l'acquisto del 9,9% del ramo greco dell'azienda mineraria European Goldfields (US\$ 775 mln nell'ottobre 2011) e del 9,1% della compagnia svizzera Xstrata. Tra le altre partecipazioni, QIA detiene l'11% (US\$ 116 mln) nella società agricola brasiliana Adecoagro, il 10% (US\$ 404 mln) nella società di servizi all'edilizia tedesca Hochtief e il 100% del Four Season Health Care e della squadra di calcio Paris Saint Germain.

Oltre alla Banca Nazionale del Qatar, QIA ha partecipazioni in diverse aziende strategiche nazionali come Qatar Exchange (80%), Qatar Telecom (55%, circa US\$ 5 mld) e Qatar Electricity & Water.

QIA ha inoltre dimostrato un crescente interesse per le utility estere, acquisendo partecipazioni in due grandi imprese energetiche iberiche: Iberdola in Spagna (il 6,2% del capitale, pari a circa US\$ 2 mld), ed Energias de Portugal (il 2%, pari a US\$ 147 mln). Entrambe le società hanno una forte presenza in America Latina, a conferma di come i fondi sovrani siano alla ricerca di rendimenti nei mercati in via di sviluppo tramite società dei mercati sviluppati ma con una forte presenza nei mercati emergenti.

Inoltre, QIA è attiva nel settore delle infrastrutture, e investe direttamente o attraverso fondi, in progetti sia di nuova costruzione (c.d. greenfield) sia di riqualificazione (c.d. brownfield), in Qatar o all'estero, principalmente in Europa, Stati Uniti e nei Paesi emergenti.

Nel novembre 2012 QH ha firmato:

- > un accordo con il Fondo Strategico Italiano (FSI) per costituire, la "IQ Made in Italy Venture", joint venture paritetica per investire in società italiane che operano nel "Made in Italy" con un capitale di € 2 mld, da conferire nei primi quattro anni di attività;
- > un *memorandum* d'intesa con Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) per co-investire in piccole e medie imprese con sede in Francia e attive in settori a elevata potenzialità di crescita. QH e CDC contribuiranno in ugual misura al capitale, per un totale di € 300 mln.

### 02.3.2 Government Pension Fund - Global

Il Government Pension Fund - Global (GPFG), precedentemente noto come Government Petroleum Fund, fu costituito dal Governo norvegese all'inizio degli anni '90, con l'obiettivo di creare uno strumento di politica fiscale per la gestione dei proventi dell'attività petrolifera.

Dal 1998 il GPFG è amministrato dalla Norges Bank Investment Management (NBIM), l'unità per la gestione patrimoniale della Norges Bank, la banca centrale norvegese.

La NBIM gestisce il fondo per conto del Ministero delle Finanze. Quest'ultimo trasferisce periodicamente i proventi dell'attività petrolifera al GPFG e ne determina la strategia d'investimento, di concerto con la NBIM e con il Parlamento norvegese.

La corporate governance del GPFG è fondata su una divisione di ruoli e funzioni molto ben definiti e sulla efficacia dei sistemi di controllo e supervisione. Tale struttura ha fatto del GPFG un modello a livello internazionale (Figura 11).

Con il Government Pension Fund Act del 2005, il Parlamento norvegese ha stabilito il quadro normativo e regolamentare entro il quale il GPFG svolge la propria attività, attribuendo al Ministero delle Finanze la responsabilità per l'amministrazione del fondo. La sua gestione operativa è stata delegata al Comitato Esecutivo della banca centrale norvegese (Norges Bank) e attribuita alla NBIM.

Figura 11 – Governance del GPFG



Fonte: GPFG, 2013

Il Comitato Esecutivo della Norges Bank, il più alto organo di governance del fondo, stabilisce i principi per l'azione del Comitato stesso e il mandato dell'Amministratore Delegato e degli altri organi sottostanti. L'Amministratore

Delegato della NBIM ha il compito di rendere operative le indicazioni del Comitato Esecutivo e, in particolare, di stabilire la policy della NBIM e delegare il mandato d'investimento e l'organizzazione dell'attività al cosiddetto Leader Group. Quest'ultimo ha la responsabilità di implementare i processi interni della NBIM, sulla base delle indicazioni ricevute dall'Amministratore Delegato e dall'area Risk Management e Compliance.

I capitali versati al fondo dal Ministero delle Finanze vengono investiti all'estero, sul mercato azionario, dei titoli a reddito fisso e nel real estate, allo scopo di diversificare gli investimenti e proteggere l'economia nazionale dal rischio di volatilità del prezzo del petrolio. L'obiettivo ultimo è quello di ottenere ritorni adeguati sugli investimenti, in linea con le direttive del Ministero delle Finanze, e garantire l'interesse e la sicurezza delle generazioni future.

Alla fine del 2012 il fondo gestiva un patrimonio di circa US\$ 686 mld.

Il GPFG è stato costituito come strumento di politica fiscale, per fronteggiare eventuali riduzioni del prezzo del petrolio o rallentamenti dell'economia, nonché per gestire – nel lungo termine – la riduzione dell'attività estrattiva e il processo di invecchiamento della popolazione. La decisione, presa nel 2006, di modificare il nome del fondo da Government Petroleum Fund a Government Pension Fund, mette in evidenza come l'obiettivo del Governo norvegese consista nell'accumulare risorse governative in grado di finanziare gli aumenti attesi della spesa pensionistica futura. Il GPFG non è tuttavia un fondo pensione e pertanto non deve far fronte alle passività tipiche dei fondi pensione tradizionali.

Nel 2012, gli investimenti del GPFG hanno ottenuto un rendimento medio del 13%. Si tratta del secondo miglior risultato nella storia dell'attività del fondo, dopo il record del 26% del 2009.

Dal 1996, anno del primo trasferimento di capitale da parte del Ministero delle Finanze, il fondo ha ricevuto risorse finanziarie per circa US\$ 550 mld, con un rendimento cumulato di quasi US\$ 200 mld.

Solo nel 2012 il GPFG ha ricevuto dal Governo quasi US\$ 50 mld di nuove risorse finanziarie. Nel complesso gli investimenti in portafoglio hanno prodotto un rendimento complessivo di circa US\$ 80 mld.

Fin dalla sua costituzione, il GPFG ha subito diverse modifiche alla strategia d'investimento per adeguarsi a un contesto globale in continua evoluzione. La strategia d'investimento del GPFG è stabilita dal Ministero delle Finanze, di concerto con la Norges Bank e la NBIM, sentito anche il Parlamento norvegese.

Nel 1997 la gestione del fondo è stata affidata dal Ministero delle Finanze alla neocostituita NBIM. Nello stesso anno il Ministero ha stabilito che il 40% del portafoglio del fondo – fino ad allora investito in soli titoli di Stato – fosse investito in azioni, inizialmente sui mercati dei Paesi sviluppati e, dal 2000, anche nei mercati emergenti.

Negli anni a seguire gli investimenti del GPFG sono cresciuti oltre le attese, grazie all'incremento dei trasferimenti statali generati dall'aumento dei prezzi del petrolio.

Nel 2002 sono stati effettuati i primi acquisti di titoli a reddito fisso societari e più recentemente, nel 2007, il Ministero delle Finanze ha stabilito che la quota di attivi investita sul mercato azionario fosse gradualmente aumentata fino al 60% del portafoglio, estendendo gli investimenti anche alle società small cap. Dal 2008, inoltre, il fondo può investire fino al 5% del portafoglio nel settore real estate, riducendo contestualmente la quota degli investimenti in obbligazioni. Il primo investimento nel settore immobiliare è stato effettuato nel 2011.

Alla luce delle suddette evoluzioni nella strategia d'investimento, il portafoglio del GPFG tende a essere investito in azioni (60%), titoli a reddito fisso (35%-40%) e real estate (fino al 5%).

Il piano di sviluppo triennale per gli anni 2011-2013, approvato dal Ministero nel 2010, ha successivamente evidenziato alcuni principali obiettivi da raggiungere nello svolgimento dell'attività del GPFG:

- > maggiore attenzione al rendimento assoluto dell'investimento, più che a quello relativo;
- > semplificazione delle strutture e dei processi d'investimento;
- > rafforzamento del quadro delle conoscenze e competenze in tema d'investimento.

Nel 2012 la strategia d'investimento del fondo è stata ulteriormente modificata al fine di ottenere

una maggiore diversificazione del rischio ed estendere gli investimenti su nuovi mercati, rivolgendosi soprattutto a quelli più dinamici a livello globale. In linea con questo obiettivo, il GPFPG ridurrà dal 50% al 40% gli investimenti sui mercati europei, aumentando contestualmente gli investimenti in altre regioni, soprattutto nei mercati emergenti. L'obiettivo ultimo è rimasto quello di ottenere rendimenti adeguati nel lungo termine, a fronte di rischi moderati.

Più in dettaglio, per quanto riguarda i titoli governativi, nel 2012 la quota di investimenti destinata a ciascun Paese è stata individuata sulla base della dimensione e dell'andamento dell'economia, e non più sul grado di indebitamento. Conseguentemente, la quota degli investimenti in titoli governativi dei Paesi emergenti sul totale degli investimenti a reddito fisso è passata dallo 0,4% nel 2011 al 10% nel 2012. Per la prima volta il GPFPG ha investito in titoli di debito pubblico di Taiwan, Russia e Turchia.

Anche il portafoglio azionario, investito per il 50% in Europa, per il 35% in America, Medio Oriente e Africa e per il 15% in Asia e Oceania, sta subendo alcune variazioni per riflettere le dimensioni dei diversi mercati azionari a livello globale. Europa e Nord America continueranno a essere i principali mercati di destinazione, seguiti dai Paesi sviluppati di Asia e Oceania e dai Paesi emergenti.

L'orizzonte temporale d'investimento lungo e la mancanza di passività a breve mettono il GPFPG in condizione di sopportare periodi di grande volatilità dei mercati, senza dover effettuare aggiustamenti altamente costosi in portafoglio. Nell'ottobre 2012 il fondo ha anche introdotto un nuovo meccanismo di aggiustamento, comunemente chiamato "rebalancing", in base al quale la quota degli investimenti in azioni può deviare dal livello di equilibrio del 60% nel caso in cui l'andamento negativo dei mercati riduca il valore del portafoglio equity.

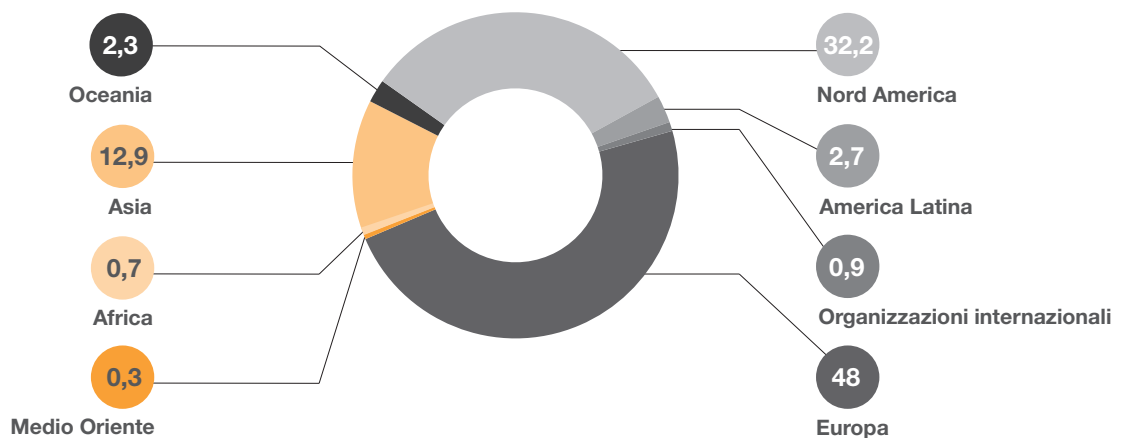
**Gli investimenti**

A fine 2012, il fondo risultava investito per il 61,2% in azioni, per il 38,1% in titoli a reddito fisso e per lo 0,7% nel real estate. Gli investimenti hanno interessato 72 Paesi a livello globale e sono stati effettuati in 43 valute differenti.

50

A livello geografico, gli investimenti sono concentrati in Europa (48,0%), Nord America (32,2%) e Asia (12,9%). America Latina e Oceania attraggono rispettivamente il 2,7% e il 2,3%, mentre le altre regioni hanno ottenuto risorse per quote inferiori all'1% (Grafico 24).

Grafico 24 – Investimenti di GPFPG per regione di destinazione, 2012 (%)



Fonte: GPFPG, 2013

I circa US\$ 50 mld di nuovi trasferimenti sono stati investiti per il 56% in azioni, per il 39% in obbligazioni e per il 5% nel settore immobiliare. Circa il 40% di tali risorse è andato ai mercati dei Paesi emergenti.

Tra le varie classi di attivo, gli investimenti azionari sono stati i più remunerativi (18%). Ciò grazie alla ripresa dei mercati finanziari, anche a seguito dell'adozione di misure volte a stimolare l'economia da parte dei Governi e delle banche centrali di Europa, Stati Uniti, Cina e altri Paesi.



Al 31/12/2012, gli investimenti in azioni del fondo comprendevano partecipazioni in 7.427 società nei seguenti settori: finanziario (22,9%); beni di consumo (13,5%); industria (13,0%); oil & gas (9,8%); servizi (9,3%); salute (8,6%); tecnologie (7,3%); materie prime (7,5%); telecomunicazioni (3,9%) e utility (3,7%). Tra questi, i settori più redditivi sono stati quello finanziario (+29,7%), dei beni di consumo e dei servizi (rispettivamente +24,5% e +22,4%); quelli meno remunerativi sono stati, invece, i settori oil & gas (0,4%) e delle telecomunicazioni (2,9%).

L'Europa ha attratto il 49% degli investimenti azionari, seguita dal Nord America (31%) e dall'Asia (14%). Il restante 6% è stato investito tra Oceania, America Latina, Africa e Medio Oriente.

A livello Paese, il GPFG ha investito principalmente nei mercati azionari di Stati Uniti (28%), Regno Unito (16%) e Francia (7%) e, tra i Paesi emergenti, in Cina (1,6%), Brasile (1,5%) e Taiwan (1,3%).

Come si può osservare in Tabella 8, tra gli investimenti azionari più significativi figurano partecipazioni nei settori:

- > dei beni di consumo, in particolare nella società svizzera Nestlé (2,57%, US\$ 5,4 mld);
- > oil & gas, nelle compagnie inglesi Royal Dutch Shell (2,34%, US\$ 5,2 mld) e BP (2,25%, US\$ 2,9 mld) e nell'americana Exxon Mobil (0,74%, US\$ 2,9 mld);
- > finanziario, con il 2,52% della banca inglese HSBC (US\$ 4,9 mld) e l'8,81% dell'americana BlackRock (US\$ 3,2 mld);
- > health care, nelle società svizzere Novartis (2,24%, US\$ 3,8 mld) e Roche (1,88%, US\$ 3,3 mld) e nella compagnia francese Sanofi (2,36%, US\$ 2,9 mld);
- > tecnologia, nella società americana Apple (0,74%, US\$ 3,7 mld).

Tabella 8 – Principali investimenti azionari di GPFG al 31/12/2012

Società	Paese	Quota (%)	Valore in portafoglio (US\$ mln)
Nestlé SA	Svizzera	2,57	5.401
Royal Dutch Shell Plc	Regno Unito	2,34	5.180
HSBC Holdings Plc	Regno Unito	2,52	4.900
Novartis AG	Svizzera	2,24	3.812
Apple Inc.	Stati Uniti	0,74	3.719
Roche Holding AG	Svizzera	1,88	3.268
BlackRock Inc.	Stati Uniti	8,81	3.192
BP Plc	Regno Unito	2,25	2.973
Sanofi	Francia	2,36	2.947
Exxon Mobil Corp.	Stati Uniti	0,74	2.902

Fonte: GPFG, 2013

Anche gli investimenti in titoli a reddito fisso hanno ottenuto un buon rendimento, pari al 7% nel 2012. Tale risultato è stato principalmente dovuto ai proventi sui titoli obbligazionari bancari e societari (rispettivamente 13% e 11%).

Complessivamente il GPFG ha investito in 4.047 titoli di 1.196 diversi emittenti. Per il 73%, il portafoglio titoli è stato investito in titoli di debito governativi e di agenzie governative, per il restante 27% in bond societari. I titoli di Stato hanno ottenuto un rendimento medio del 4%; gli strumenti emessi da altre istituzioni o agenzie governative, quali BEI, KfW e Banca Mondiale, hanno ottenuto un rendimento mediamente più alto, pari al 10%.

La maggior parte degli investimenti fixed income è andata al mercato statunitense (20%) ed europeo (12%). Tra gli investimenti più significativi figurano acquisti di titoli governativi di Stati Uniti, Giappone, Germania, Regno Unito, Francia, Italia, Paesi Bassi, Messico e Canada e di obbligazioni dell'istituzione finanziaria tedesca KfW (Tabella 9).



Tabella 9 – Principali investimenti obbligazionari di GPFG al 31/12/2012

Emittente	Paese	Valore in portafoglio (US\$ mln)
Stati Uniti d'America	Stati Uniti	58.209
Governo Giapponese	Giappone	18.506
Repubblica Federale Tedesca	Germania	11.485
Governo del Regno Unito	Regno Unito	10.741
Repubblica Francese	Francia	7.908
<b>Repubblica Italiana</b>	<b>Italia</b>	<b>4.767</b>
Kreditanstalt für Wiederaufbau	Germania	4.650
Governo dei Paesi Bassi	Paesi Bassi	4.424
Governo Messicano	Messico	4.055
Governo Canadese	Canada	3.978

Fonte: GPFG, 2013

Gli investimenti nel settore real estate hanno raggiunto, nel 2012, lo 0,7% del valore complessivo del portafoglio, rendendo il 6%. Nello scorso anno il GPFG ha acquistato la prima proprietà in Svizzera e ha approvato i primi investimenti in Germania. Il fondo ha inoltre esteso gli investimenti immobiliari anche ai centri commerciali e alle proprietà nel campo della logistica e, da gennaio 2013, ha ampliato il proprio raggio di azione al di fuori del mercato europeo.

Tra gli investimenti più significativi finora effettuati figurano i seguenti acquisti: il 50% di cinque proprietà a Parigi (circa US\$ 377 mln); il 50% del centro commerciale inglese Meadowhall (circa US\$ 575 mln); il 100% del complesso di uffici di Zurigo Uetlihof (circa US\$ 1,1 mld); il 50% di due edifici in Germania (circa US\$ 503 mln) e il 50% di un complesso di 195 proprietà logistiche in 11 Paesi europei (circa US\$ 1,6 mld). Fatta eccezione per l'investimento in Svizzera, gli altri acquisti sono stati effettuati in partnership con altri investitori.

A livello globale, il GPFG si è distinto per il suo modello di corporate governance. Il principio di fondo è che la buona redditività degli investimenti nel lungo termine sia imprescindibile da uno sviluppo economico, ambientale e sociale sostenibile. Per promuovere tale sviluppo il GPFG si serve, *in primis*, dell'esercizio del diritto di voto in assemblea e, in secondo luogo, promuove il dialogo tra le società, gli investitori, le autorità e gli altri soggetti eventualmente coinvolti.

Il fondo ha mostrato particolare interesse a che le società partecipate rivolgano attenzione ai seguenti temi:

- > eguale trattamento per gli azionisti;
- > assunzione di responsabilità da parte del Consiglio di Amministrazione;
- > mercati finanziari efficienti;
- > tutela dei diritti dei minori;
- > cambiamento climatico;
- > gestione delle acque.

Il fondo si ispira ai principi sanciti dall'UN Global Compact e ai principi di corporate governance dell'OCSE e di grandi società multinazionali a livello globale.

La scelta di effettuare alcuni disinvestimenti dimostra il grado di attenzione prestato dal GPFG a questi aspetti. Nel primo trimestre del 2012, ad esempio, il fondo ha ceduto le proprie partecipazioni azionarie in 23 società produttrici di olio di palma, in quanto non rispettavano le necessarie misure per un'adeguata tutela dell'ambiente nello svolgimento delle proprie attività.



# 03 Equity per le imprese

## Struttura dimensionale delle imprese

Rispetto alle altre principali Economie europee, la struttura dimensionale delle aziende italiane risulta ancora troppo sbilanciata verso le piccole o piccolissime imprese.

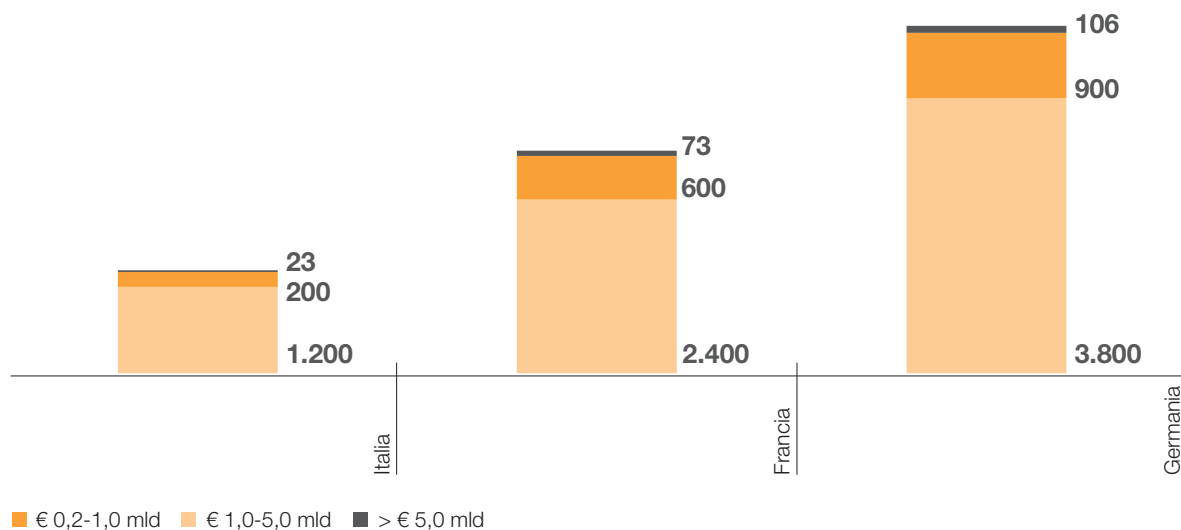
Come evidenziato nel Grafico 25, in Italia infatti esistono circa 1.200 aziende con un fatturato compreso tra € 200 mln e € 1 mld, rispetto alle 3.800 aziende tedesche e alle 2.400 aziende francesi di pari dimensioni.

Il confronto risulta ancora più sfavorevole prendendo in considerazione aziende più grandi, che ricadono nella classe di fatturato € 1 mld e € 5 mld e quelle con un fatturato superiore a € 5 mld.

Mentre nel primo caso, a fronte di circa 200 aziende italiane si possono rilevare 900 aziende tedesche e 600 aziende francesi, per 23 aziende italiane con un fatturato superiore agli € 5 mld esistono 106 aziende tedesche e 73 aziende francesi.

Grafico 25 – Numero di aziende per classe di fatturato in Italia, Francia, Germania (> € 200 mln)

54



## Correlazione tra dimensione e redditività

D'altro canto, si registra una correlazione positiva tra dimensione aziendale e redditività e quindi in ultima analisi tra dimensione aziendale e competitività, efficienza, produttività e capacità di innovazione. Per esempio, la spesa in R&S, che molto spesso è alla base della sostenibilità competitiva nel lungo periodo, risulta essere per le grandi imprese tre volte superiore a quella delle medie imprese.

## Caratteristiche PMI italiane

La presenza e il peso relativo delle PMI è una caratteristica che differenzia il tessuto produttivo italiano da quello dei principali partner europei. Le caratteristiche e la modalità di competere sui mercati delle PMI italiane sono tuttavia fortemente eterogenee se si guarda sia alle dinamiche settoriali sia a quelle territoriali. Esistono segmenti dinamici, con una forte propensione all'innovazione e alla ricerca, e segmenti dove invece la capacità di investimento e di penetrazione dei mercati è limitata. Alcune evidenze mostrano come, tra il 2006 e il 2011, il 71% degli investimenti delle PMI italiane sia andato alle attività tradizionali, il 19% all'espansione delle attività tradizionali su nuovi mercati e il 10% alla creazione di nuove attività. La capacità innovativa e di ricerca delle PMI, seppur inferiore rispetto a quella delle grandi imprese, è comunque significativa. Si stima che circa il 30% delle PMI industriali abbia introdotto nel triennio 2007-2009 almeno una forma di innovazione (a fronte del

76% delle grandi imprese). Con riferimento alle attività di R&S, nello stesso triennio la percentuale di piccole e medie imprese industriali che hanno fatto investimenti in ricerca è stata pari al 4,9% e 16,9% rispettivamente (a fronte del 63,7% delle grandi imprese). Anche il grado di internazionalizzazione delle PMI non è trascurabile, soprattutto se si osserva il segmento industriale che opera in distretti o in reti d'impresa. Nel triennio 2009-2011 circa il 24% delle piccole imprese aveva attività di varia natura con l'estero (dal semplice export a forme avanzate di internazionalizzazione) a fronte del 77% delle grandi imprese.

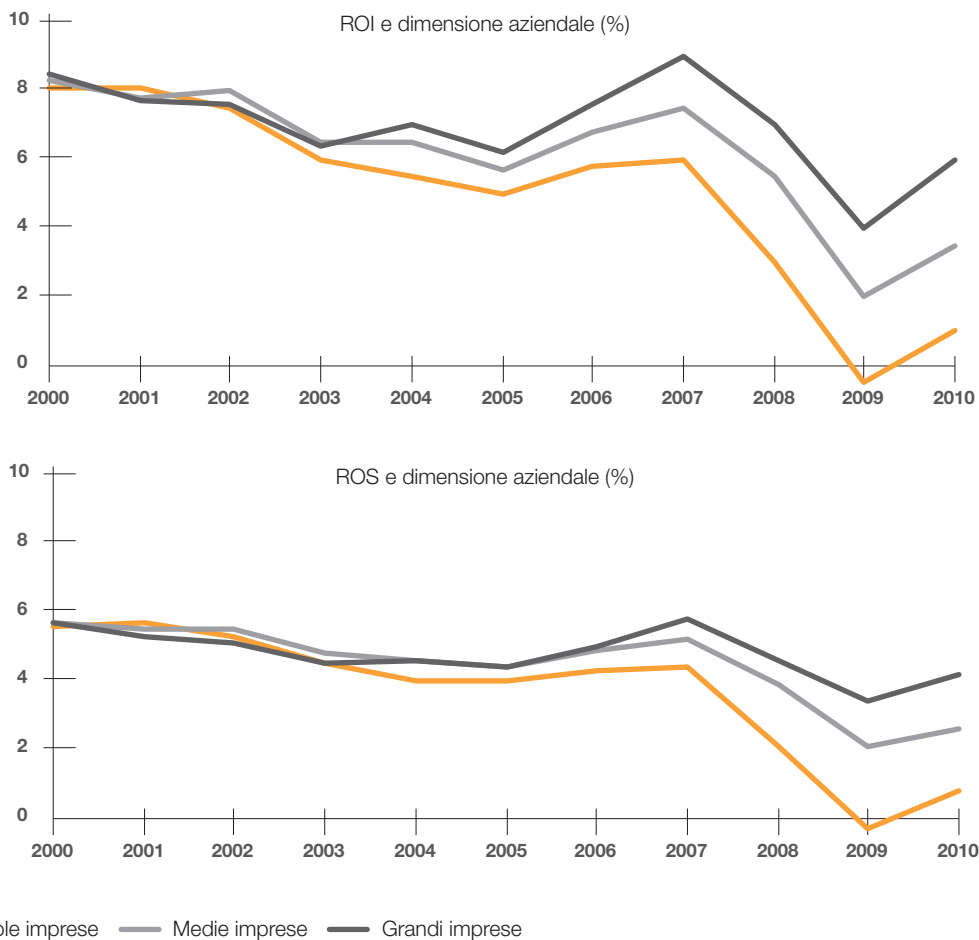
Internazionalizzazione delle PMI italiane

Complessivamente, quindi, si osserva come anche all'interno delle PMI esista un certo grado di dinamicità imprenditoriale. Paradossalmente, però, le PMI più vivaci sono quelle che soffrono maggiormente le conseguenze della crisi economico-finanziaria soprattutto in termini di un peggioramento delle condizioni di accesso al credito.

Le banche, alle prese con gli effetti della crisi finanziaria e dell'applicazione del nuovo quadro regolamentare di Basilea III, tendono infatti sempre di più a non finanziare progetti di investimento con un più elevato tasso di rischio, come quelli relativi a programmi di innovazione e di ricerca. Mentre le grandi imprese hanno una maggiore capacità di diversificare le forme di finanziamento dei propri investimenti, le PMI si affidano quasi esclusivamente al credito bancario. Così, nell'attuale congiuntura, le PMI con maggiori prospettive di crescita sono quelle che sostengono un costo maggiore in termini di minore capacità di finanziare i propri programmi di sviluppo (Grafico 26).

Credit Crunch per le PMI più innovative

Grafico 26 – Relazione tra dimensione aziendale e redditività-competitività



Fonte: Roland Berger, 2012

Come mostrano la Tabella 10 e il Grafico 27, nonostante il gap dimensionale le aziende italiane sono riuscite nel difficile compito di acquisire una posizione di leadership in diversi settori di nicchia e di preservare quote di mercato importanti a livello globale.

Competitività PMI italiane

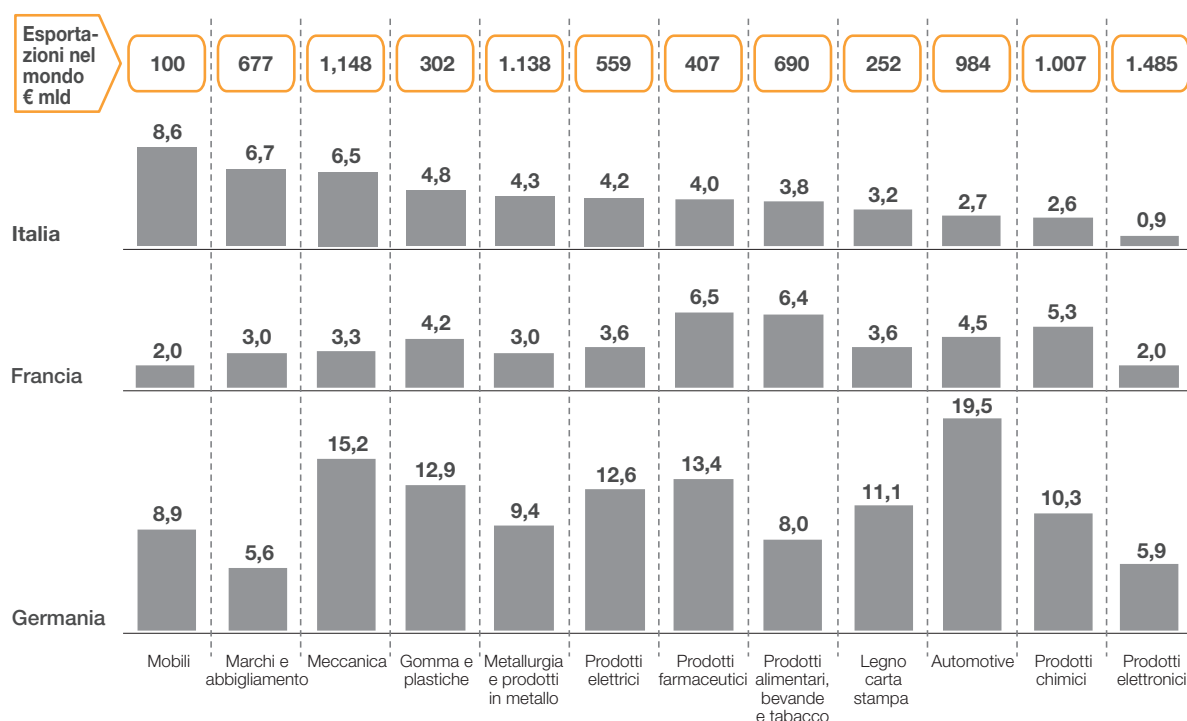
Tabella 10 – Posizionamento imprese italiane in settori di nicchia a livello mondiale

Posizione	Paese	1° posto	2° posto	3° posto	Totale
1	Germania	828	638	521	1.987
2	Cina	1.108	533	343	1.984
3	Stati Uniti	592	579	609	1.780
4	Italia	288	382	352	1.022
5	Giappone	230	217	253	700
6	Francia	139	234	305	678
7	India	136	163	131	430
8	Regno Unito	95	120	184	399
9	Indonesia	111	93	89	293
10	Canada	76	74	101	251
11	Messico	67	66	101	234
12	Sud America	53	80	79	212
13	Turchia	35	63	62	160
14	Brasile	41	44	45	130
15	Russia	36	50	41	127

Fonte: Fondazione Edison 2012

56

Grafico 27 – Esportazioni per settore, 2012 (%)

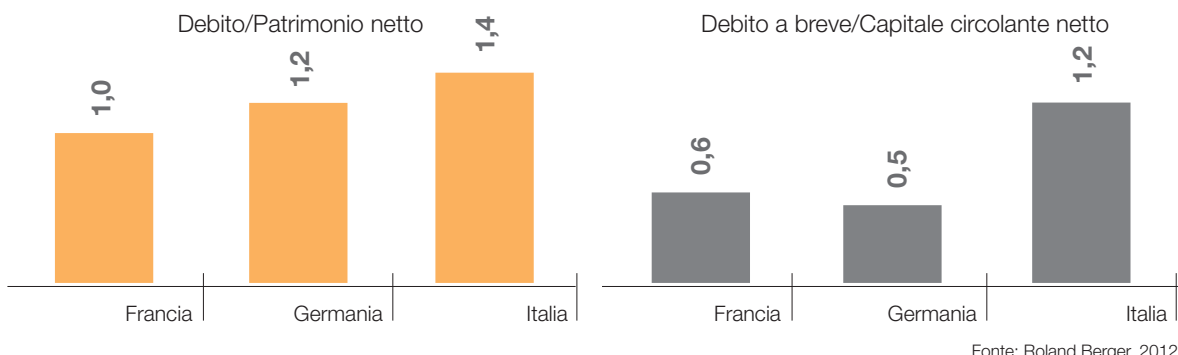


Fonte: CDP su dati ICE e ISTAT, 2013

Nota: Non rappresentata la voce "Altro", che comprende coke e prodotti derivati dalla raffinazione del petrolio, altri prodotti della lavorazione di minerali non metalliferi, altri mezzi di trasporto, prodotti delle altre industrie manifatturiere (esclusi mobili); esportazioni complessive pari a € 7.860 mld.

D'altro canto, oltre al gap dimensionale, le imprese italiane risultano patrimonialmente più fragili rispetto alle imprese francesi e tedesche, con un livello di indebitamento superiore e una struttura del debito più a breve termine (si veda Grafico 28).

**Grafico 28** – Indebitamento e struttura del debito delle imprese italiane rispetto a quelle francesi e tedesche, 2012



La recente crisi economica ha inferto un duro colpo al sistema produttivo italiano e alle sue imprese, evidenziando la necessità di interventi urgenti e drastici per correggere alcuni squilibri strutturali.

**Necessità di intervento...**

Per invertire la tendenza e sostenere sia la capacità competitiva, sia la possibilità di crescita e internazionalizzazione delle imprese italiane diventa fondamentale:

- riuscire a ridurre il gap dimensionale e il divario che ne deriva in termini di innovazione e internazionalizzazione rispetto alle aziende europee;
- incentivare e/o contribuire alla ri-patrimonializzazione per consolidarne la struttura finanziaria al fine di riportare le aziende in condizioni di investire in innovazione e finanziare la crescita interna e internazionale.

**57**

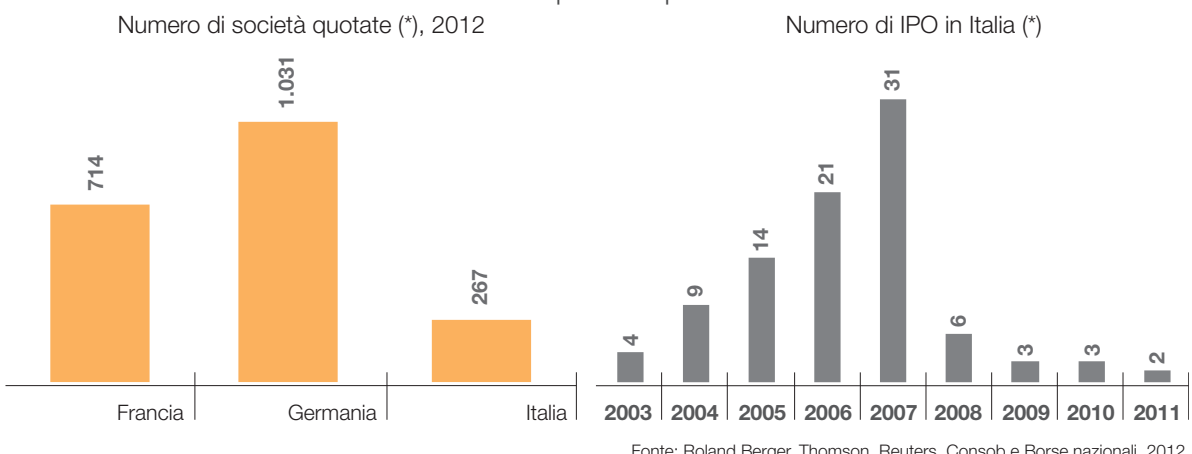
Considerato che il mercato azionario italiano ha un livello di sviluppo decisamente inferiore a quello francese e tedesco (Grafico 29) e:

- un'incidenza sul PIL pari a circa il 22%, rispetto al 59% del PIL in Francia e al 43% del PIL in Germania;
- solo 267 imprese quotate, rispetto alle 1.031 tedesche e alle 714 francesi;
- solo 93 nuove quotazioni in Italia tra il 2003 e il 2011, contro le 309 in Germania e le 154 in Francia;

si determinano quindi diverse opportunità di investimento, soprattutto per gli operatori di private equity, che possono contribuire alla ri-patrimonializzazione e alla crescita dimensionale e competitiva delle imprese italiane.

**... e opportunità**

**Grafico 29** – Il mercato azionario italiano rispetto a quello francese e tedesco



## 03.1 | I Fondi d'investimento strategici in Francia e Italia

Come visto in precedenza, gli investitori istituzionali possono svolgere un ruolo chiave nel sostenere lo sviluppo economico e la stabilità del sistema produttivo. In particolare in Europa, negli ultimi anni, Francia e Italia hanno costituito veicoli d'investimento ad hoc con l'obiettivo di fornire finanziamenti di capitale per sostenere la crescita e l'evoluzione delle imprese strategiche nazionali.

### 03.1.1 Fonds Stratégique d'Investissement

Finalità e.....

Il Fonds Stratégique d'Investissement (FSIF) è stato istituito a fine novembre 2008 per sostenere lo sviluppo delle piccole e medie imprese con forte potenziale di innovazione e leadership e, soprattutto, per stabilizzare le grandi imprese considerate strategiche per l'economia francese.

....struttura  
proprietaria

FSIF è una società per azioni di diritto francese, di proprietà della Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) (51%) e del Governo francese (49%), con una dotazione di € 20 mld, di cui € 14,5 mln in azioni di quattordici società francesi, precedentemente detenute dal Governo e dalla CDC, e circa € 6 mld in liquidità.

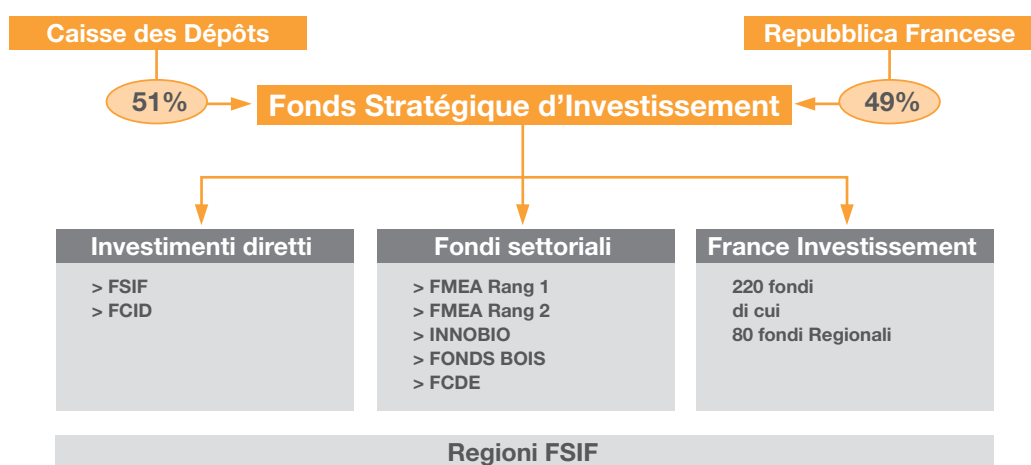
Pur essendo un fondo controllato dal Governo, FSIF non rientra nella definizione di fondo sovrano proposta dall'IWG, poiché non è stato creato per investire avanzi di bilancio e, soprattutto, si rivolge unicamente al mercato nazionale.

FSIF investe, in genere in qualità di socio di minoranza, nel capitale di imprese ad alta potenzialità che garantiscano rendimenti in linea con il mercato di riferimento. Il fondo finanzia le imprese attraverso tre canali principali: investimenti diretti, partecipazione a fondi settoriali in partnership con altri investitori, sia privati sia pubblici, e il programma France Investissement. Per i finanziamenti di entità inferiore agli € 4 mln FSIF agisce attraverso FSIF Régions.

58

Più in particolare, il FSIF investe direttamente nelle imprese di medie e grandi dimensioni e – in collaborazione con il Fonds de Co-Investissement Direct (o FCID) – in piccole imprese che hanno l'obiettivo di crescere in dimensione e competitività, sui mercati europei e internazionali. Il FCID fornisce anche capitale di rischio a imprese high-tech già finanziate da fondi di venture capital.

Figura 12 – Struttura di FSIF



Fonte: FSIF, 2013

I cinque fondi  
settoriali

I cinque fondi sono stati creati dallo stesso FSIF, per favorire lo sviluppo aziendale in settori strategici come quello automobilistico, delle biotecnologie, della carpenteria e delle piccole e medie imprese. Poiché queste forme di co-investimento attraggono il capitale di primarie aziende del settore di riferimento, il loro effetto moltiplicativo è molto elevato. Per questo motivo, FSIF ha in programma il lancio di altri fondi settoriali nel comparto nucleare, medico, ferroviario e aeronautico.

## Fondi settoriali del FSIF

**FMEA Rang 1** - Il Fonds de Modernisation des Équipementiers Automobiles (fondo per la modernizzazione dei fornitori automobilistici o FMEA) è un fondo di investimento in capitale di rischio con una dotazione di € 600 mln, conferiti in quote uguali da Renault SA, PSA Peugeot Citroën e FSIF. Attraverso partecipazioni di minoranza, il fondo offre equity o quasi-equity ad aziende del settore dell'auto. Dalla sua fondazione ha investito € 328 mln in 19 imprese.

**FMEA Rang 2** - È un fondo di Venture Capital dotato di € 50 mln, finanziato da cinque primarie società dell'indotto del settore auto, FSIF e FMEA. Il fondo offre equity o quasi-equity ad aziende fornitrici del settore auto e, ad oggi, ha investito € 23 mln in 11 società.

**INNOBIO** - Innobio è un fondo d'investimento in capitale di rischio creato da FSIF in collaborazione con nove primari laboratori farmaceutici che operano in Francia. Con una dotazione di € 140 mln (€ 52 mln da FSIF) investe in società biotech francesi che mirano a rafforzare il proprio potenziale di crescita, in un contesto in cui gli investimenti privati di settore sono in calo. Dalla fondazione ha investito € 47 mln in undici imprese.

**FOND BOIS** - Creato da Crédit Agricole, Gruppo Eiffage, l'Ufficio Nazionale delle Foreste e FSIF, il fondo investe in imprese del settore del legno. Il fondo ha investito € 12 mln in 7 imprese.

**FCDE** - Il Fonds de Consolidation et de Développement des Entreprises (Fondo per il consolidamento e lo sviluppo delle imprese o FCDE) è stato creato in collaborazione con Médiation du Crédit<sup>30</sup>, FSIF e primarie istituzioni finanziarie francesi (banche e assicurazioni). Con una dotazione di € 200 mln (di cui € 95 mln da FSIF), il FCDE contribuisce al rafforzamento del capitale delle imprese che pur avendo subito gli effetti della crisi, hanno possibilità di ripresa. Il fondo ha già investito € 76 mln in tredici aziende.

59

All'atto della sua costituzione, FSIF ha anche assunto la gestione di France Investissement, il programma di sostegno alle piccole e medie imprese, in precedenza gestito dalla CDC. Mentre FSIF finanzia la parte pubblica di oltre 220 fondi di investimento regionali e settoriali gestiti da investitori istituzionali privati, CDC Entreprises (società del Gruppo CDC) è responsabile della gestione del programma per conto di FSIF.

Entro la fine del 2013, FSIF e FSIF Régions saranno incorporate, insieme a CDC Entreprises, in Bpifrance Investissement. Quest'ultima, insieme alla Bpifrance Financement (ex-OSEO) andrà a sua volta a costituire Bpifrance, con l'obiettivo di avere un'unica regia per il finanziamento delle imprese, in ogni stadio del loro sviluppo.

Il programma, nella sua prima edizione, chiusasi alla fine del 2012, ha stanziato fondi per € 2,4 mld, mobilitando ulteriori € 7 mld, principalmente da altri investitori privati. Con la nuova edizione, sono stati stanziati ulteriori € 5 mld, di cui € 4 mld forniti da FSIF. Nei primi anni di attività FSIF e i fondi che esso finanzia hanno investito un totale di € 8,4 mld in oltre 2.000 imprese. Attraverso l'apporto di capitale, FSIF risponde al bisogno di:

- > rafforzare la struttura patrimoniale delle società quotate ad azionariato diffuso, investendo in aziende ben posizionate sui rispettivi mercati di riferimento, considerate di primaria importanza per la competitività industriale nazionale in virtù del loro know-how e degli standard tecnologici adottati. FSIF offre la propria presenza nel lungo termine, con l'obiettivo di stabilizzare la base del capitale e finanziare progetti di sviluppo;

<sup>(30)</sup> Creato a fine 2008 per volontà del Presidente della Repubblica Francese, Médiation du Crédit offre assistenza pubblica a imprese solide che devono far fronte a difficoltà temporanee nell'ottenere credito dal sistema finanziario.



- > accompagnare i cambiamenti aziendali, investendo in società che, pur avendo solide basi e competenze distintive, si trovano in difficoltà temporanea e devono sottoporsi a trasformazioni importanti quali cambiamenti nel modello di business, variazioni del mercato industriale di riferimento, un nuovo posizionamento nella catena del valore o consolidamento del mercato attorno a un operatore principale;
- > promuovere lo sviluppo aziendale, investendo in società leader di mercato sia pubbliche sia private, così da accelerarne il processo di crescita (attraverso le attività di R&S, produzione industriale o sviluppo di nuovi mercati) o agevolare le acquisizioni.

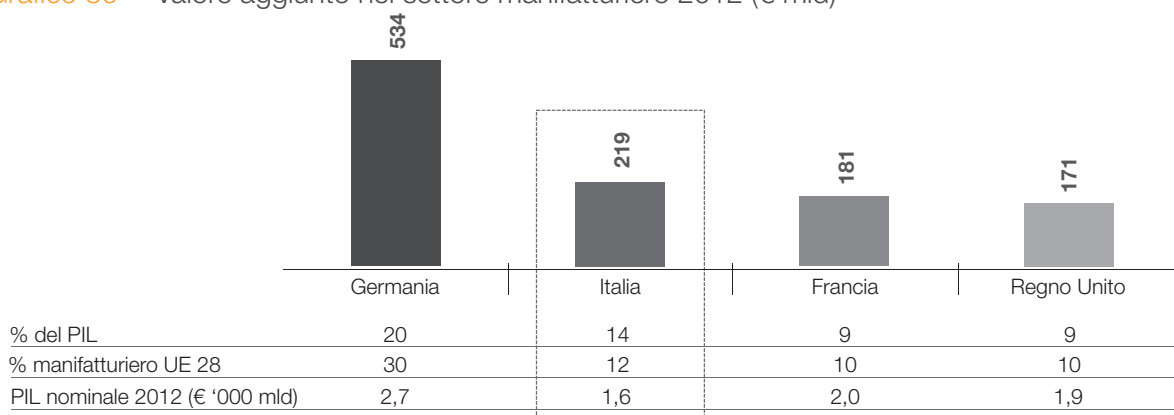
Il fondo agisce come un investitore di lungo termine con un orizzonte di investimento in linea con i cicli industriali e con il contesto tecnologico che, nell'ambito degli accordi, sottopone a verifica periodica l'adeguatezza delle proprie partecipazioni, eventualmente cambiando la composizione del portafoglio. FSIF inoltre fornisce sostegno a progetti aziendali partecipando al rischio imprenditoriale e sostenendo i piani industriali e la strategia delle imprese.

### 03.1.2 Fondo Strategico Italiano

FSI  
nel contesto  
del sistema  
produttivo  
italiano

Come già evidenziato in precedenza, la crisi economica ha particolarmente colpito alcuni comparti dell'economia reale, minando la capacità delle imprese di evolversi e consolidarsi a livello nazionale e sui mercati internazionali. Nonostante ciò, l'Italia possiede ancora la seconda industria manifatturiera in Europa dopo la Germania, con un valore aggiunto pari a circa € 219 mld (circa il 12% del valore aggiunto industriale dell'Unione Europea, si veda Grafico 30).

Grafico 30 – Valore aggiunto nel settore manifatturiero 2012 (€ mld)



Fonte: CDP su dati Eurostat, 2013

Nota: i dati sul valore aggiunto lordo si riferiscono al 2010 per tutti i Paesi tranne che per la Francia (2009).

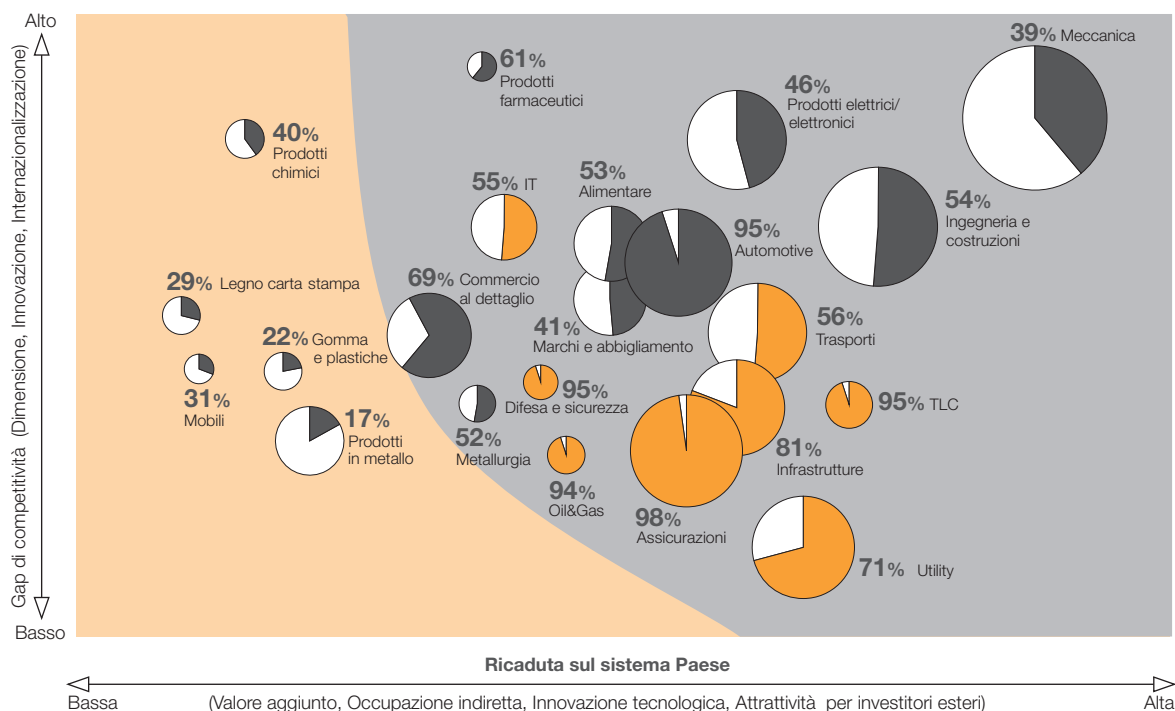
In tale contesto, allo scopo di intervenire in settori dove la ricaduta sul sistema Paese potesse risultare particolarmente rilevante, nell'agosto 2011 il Governo italiano ha costituito, tramite le controllate Cassa depositi e prestiti e Fintecna<sup>31</sup>, il Fondo Strategico Italiano (FSI).

FSI: strumento  
di politica  
economica  
per recuperare  
competitività  
internazionale

FSI, che agisce principalmente come operatore istituzionale di private equity, si prefigge di intervenire per ridurre il divario dimensionale, d'internazionalizzazione e di innovazione delle imprese italiane in settori dove si renda necessario un contributo (i) alla creazione di valore, (ii) all'innovazione tecnologica, e (iii) agli investimenti esteri in Italia.

(31) Fintecna è una società per azioni specializzata nella gestione di partecipazioni e processi di privatizzazione. Società a controllo pubblico fino a novembre 2012, è stata successivamente acquisita al 100% da Cassa depositi e prestiti.

Figura 13 – Mappa di valutazione dei settori



> La parte colorata in grigio e arancione indica l'incidenza degli occupati delle grandi imprese in % sul totale di settore (1)

> La dimensione della torta indica il numero di occupati nel settore

■ Occupati (2010) ■ Settori nel perimetro di valutazione FSJ

Fonte: IHS, Eurostat, 2012

(1) La % evidenziata nel grafico rappresenta la quota di occupati in imprese con fatturato > di € 240 mln

## Cassa depositi e prestiti S.p.A.

Fondata nel 1850, Cassa depositi e prestiti (CDP) è una società per azioni a controllo pubblico: il Ministero dell'Economia e delle Finanze detiene l'80,1% del capitale, il 18,4% è posseduto da oltre 60 fondazioni di origine bancaria, mentre il restante 1,5% è detenuto in azioni proprie.

CDP gestisce una parte consistente del risparmio nazionale, il risparmio postale (buoni fruttiferi e libretti), che gode della garanzia dello Stato Italiano e che rappresenta la sua principale fonte di raccolta. Altra fonte di raccolta per CDP è rappresentata dall'emissione, attraverso il Programma Euro Medium-Term Note partito nel 2005, di titoli obbligazionari riservati a investitori istituzionali, non garantiti dallo Stato.

Le raccolte derivanti dai titoli obbligazionari non garantiti dallo Stato viene utilizzata per il finanziamento di progetti infrastrutturali destinati alla fornitura di servizi pubblici. CDP utilizza, inoltre, linee di credito concesse dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) destinate a finanziare progetti di interesse nazionale ed europeo.

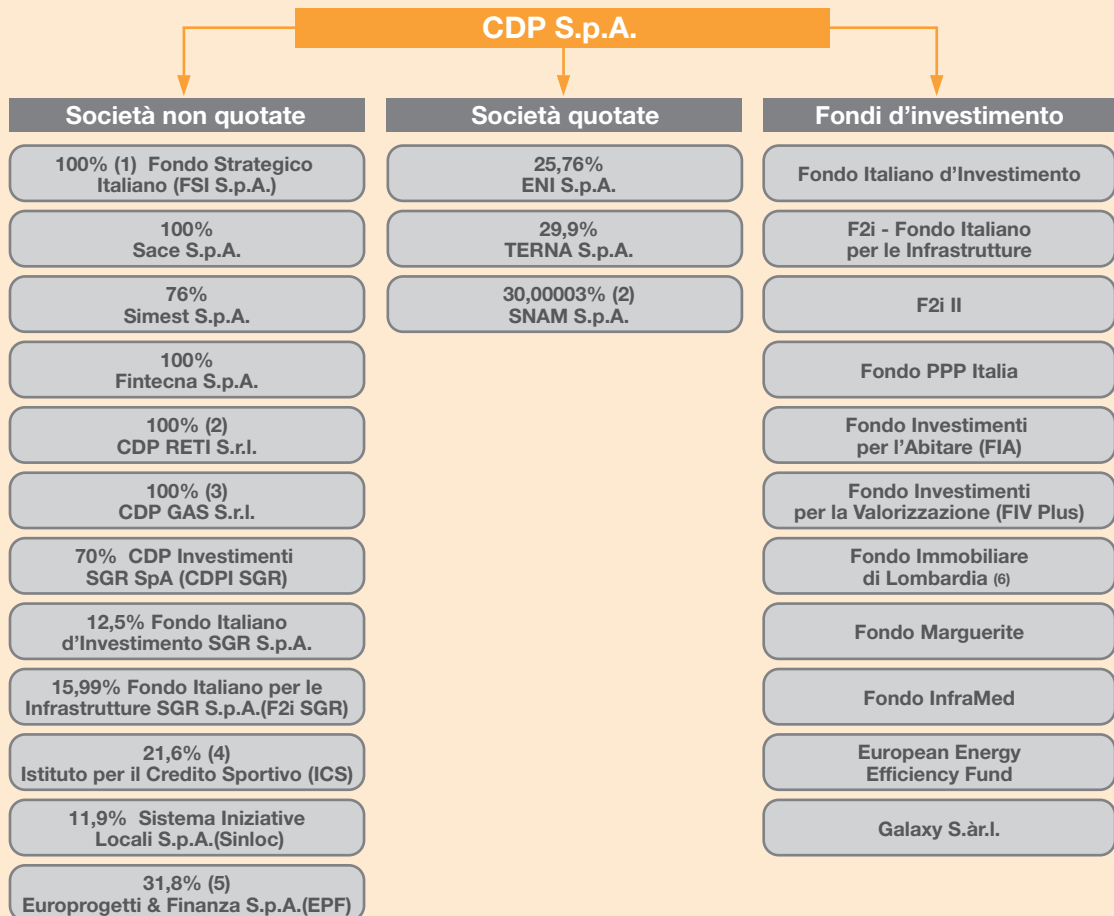
Sul versante degli impieghi e degli investimenti, CDP opera sia sul fronte del debito sia su quello del capitale di rischio. CDP impiega le sue risorse secondo la sua missione istituzionale a sostegno della crescita del Paese:

- > è da sempre il principale operatore nel finanziamento degli investimenti della Pubblica Amministrazione (PA);
- > è catalizzatore dello sviluppo delle infrastrutture;
- > è un operatore centrale a sostegno dell'economia e del sistema imprenditoriale nazionale.

A fine 2012, il totale attivo di CDP risultava pari a circa € 305,4 mld, con uno stock di risparmio postale pari a circa € 234 mld e un patrimonio netto pari a circa € 17 mld. Nel 2012 al fine di perseguire la propria missione istituzionale, CDP ha mobilitato risorse finanziarie per oltre € 22 mld e conseguito un utile netto d'esercizio superiore a € 2,8 mld.

CDP è il principale azionista di società quotate a rilevanza nazionale e internazionale. È azionista di società non quotate e di società di gestione del risparmio e possiede quote di fondi di private equity.

## Partecipazioni CDP



(1) Di cui il 10% attraverso Fintecna S.p.a.

(2) Attraverso CDP S.r.l., CDP possiede una quota partecipativa pari al 30,00003 del capitale sociale votante di Snam S.p.a.

(3) CDP GAS Srl possiede una quota partecipativa pari all'89,0% del capitale sociale di Trans Austria Gasleitung GmbH (TAG).

(4) Quota di partecipazione al capitale di ICS, banca pubblica residua ai sensi dell'art.151 TUB ed ente di diritto pubblico con gestione autonoma.

(5) In liquidazione.

(6) Già Fondo Abitare Sociale 1.

Fonte: CDP, 2013  
Nota: dati aggiornati all'11/03/2013.

CDP è azionista di riferimento del Fondo Strategico Italiano (FSI) che opera acquisendo quote di imprese di "rilevante interesse nazionale", in equilibrio economico-finanziario e con interessanti prospettive di redditività e di sviluppo.

CDP è il principale azionista di ENI S.p.A., TERNA S.p.A. e SNAM S.p.A. Possiede il 100% di Sace S.p.A., il 76% di Simest S.p.A. e il 100% di Fintecna S.p.A.

Insieme alla Banca Europea per gli Investimenti (BEI), la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) francese e la Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) tedesca, CDP è membro promotore del Long-Term Investors' Club, che raggruppa investitori istituzionali di lungo periodo di tutto il mondo, con l'obiettivo di affermare l'importanza del ruolo degli investimenti di lungo periodo in favore della crescita economica internazionale e della stabilità finanziaria.

### L'attività di finanziamento

CDP finanzia gli investimenti della PA, in particolare degli Enti Locali, per infrastrutture di piccola e media dimensione. CDP finanzia direttamente, attraverso il ricorso al partenariato pubblico-privato e ai prestiti a medio-lungo termine, opere infrastrutturali di media e grande dimensione e investimenti relativi ai servizi pubblici.

Cassa depositi e prestiti è il principale operatore nazionale nel finanziamento degli investimenti pubblici, prevalentemente opere infrastrutturali, attraverso la concessione di mutui di scopo. Questa attività, in cui CDP ha impiegato nel 2012 € 3,3 mld (€ 6,2 mld nel 2011) rappresenta un servizio di "interesse economico generale", che si svolge all'interno di un quadro che garantisce, a tutti gli Enti, accessibilità e uniformità di trattamento. Vengono finanziate circa 10.000 opere all'anno nei seguenti settori: infrastrutture di trasporto, edilizia pubblica e sociale, edilizia scolastica e universitaria, impianti sportivi, ricreativi e ricettivi, energia, edilizia sanitaria e idrico.

Inoltre, attraverso il sistema bancario, Cassa depositi e prestiti: (1) fornisce liquidità, anche a lungo termine, alle PMI; (2) aiuta le PMI a fronteggiare il problema dei ritardati pagamenti della PA; (3) sostiene l'internazionalizzazione e l'export delle imprese; e (4) sostiene gli investimenti nella ricerca.

Sul fronte del sostegno alle PMI ha avviato un primo Plafond PMI, operativo dalla seconda metà del 2009, con una dotazione di € 8 mld per il sostegno dell'accesso al credito e incremento del circolante. Un nuovo Plafond PMI (esaurito quello del 2009) è stato recentemente attivato in seguito alle incertezze e turbolenze sui mercati finanziari, per continuare a sostenere l'accesso al credito (per un totale di € 8 mld), e fronteggiare il problema del ritardo nei pagamenti della PA (per un totale di € 2 mld).

Le caratteristiche del plafond possono essere così sintetizzate: (1) accesso alle risorse attraverso le banche a tassi di mercato "calmierati"; (2) ampio ventaglio di scadenze: 3, 5, 7 e 10 anni; (3) oltre 75 mila imprese beneficiarie; (4) finanziamento medio pari a circa € 150 mila; (5) quasi il 50% della provvista CDP impiegata dalle banche per finanziamenti di durata superiore ai 5 anni; (6) beneficiarie le imprese nei settori: industria, 42%; commercio-trasporti-alberghi, 29%; costruzioni, 9%; agricoltura, 5%; altri servizi 15%;

Con riferimento al capitale di rischio, CDP è impegnata su due fronti: partecipazioni strategiche e fondi equity.

### Fondi Equity

Sul versante dei fondi equity CDP opera su tre fronti: (1) la valorizzazione degli immobili pubblici e il social housing (tramite il Fondo investimenti per la valorizzazione e il Fondo investimenti per l'abitare); (2) le infrastrutture (in Italia tramite il Fondo Italiano per le Infrastrutture o F2i, nella UE-27 tramite il Fondo Marguerite, e nell'Unione per il Mediterraneo tramite il Fondo InfraMed); e (3) il sostegno all'economia (tramite il Fondo Strategico Italiano per le medie imprese, il Fondo Italiano di Investimento per le PMI, e l'European Energy Efficiency Fund per l'efficienza energetica).

### Partecipazioni

La logica della gestione si realizza su un doppio binario: (1) la valorizzazione industriale delle partecipazioni, anche attraverso sinergie tra esse e le attività di CDP, e (2) la possibilità di "fare leva" attraverso l'entrata di soci nazionali e internazionali con posizioni di minoranza.

### Attività di valorizzazione immobiliare

La CDP Investimenti SGR (CDPI) è coinvolta nel progetto con il compito di istituire uno o più fondi dedicati all'investimento in immobili degli Enti territoriali. A oggi è stato avviato all'operatività il primo fondo, denominato Fondo Investimenti per la Valorizzazione Plus

(FIV - Plus). Nel caso in cui si presentassero operazioni specifiche nelle quali la segregazione dei singoli patrimoni fosse ritenuta più efficiente, potranno essere costituiti dei fondi *ad hoc* anche mediante apporto di immobili. Gli immobili verranno acquisiti dai fondi a esito di una procedura che garantisca l'evidenza pubblica e preveda il coinvolgimento attivo di CDPI sin dalla strutturazione dell'operazione.

### Valorizzazione delle partecipazioni degli Enti territoriali

La valorizzazione delle partecipazioni rappresenta un'opportunità per gli Enti territoriali. Tuttavia può essere difficile: ottenere condizioni vantaggiose di mercato (eccessiva frammentazione e scarso valore di molte delle partecipazioni); individuare potenziali acquirenti; reperire le risorse finanziarie necessarie.

In questo contesto per gli Enti territoriali diventa essenziale agire per: (i) favorire la crescita e la patrimonializzazione delle società; (ii) aumentarne il valore per l'eventuale liquidabilità; (iii) ampliare la capacità di investimento che condiziona l'operatività; (iv) promuovere le aggregazioni e creare le condizioni per future valorizzazioni nel settore attraverso l'aggregazione geografica di operatori di piccole-medie dimensioni, la creazione di "campioni" su scala nazionale e per settore.

È di fondamentale importanza, a tale scopo, favorire la crescita degli investimenti necessari a migliorare l'efficienza dei servizi e lo sviluppo delle infrastrutture e, quindi più in generale, rafforzare un settore strategico per lo sviluppo economico del Paese.

Il fondo è una holding oggi partecipata da CDP e dalla Banca d'Italia, con una dotazione di capitale di € 4 mld, destinata a crescere fino a € 7 mld attraverso successivi potenziali aumenti di capitale. Gli aumenti di capitale previsti potranno essere sottoscritti da autorità pubbliche, banche, assicurazioni e altri investitori istituzionali, sia nazionali sia internazionali.

Figura 14 – Azionariato di FSI



Fonte: FSI, 2013

#### Attuale struttura proprietaria

Il fondo offre capitale alle imprese italiane, al fine di rafforzarne la base patrimoniale, favorirne l'aggregazione e sostenerne il processo di sviluppo. Gli investimenti del fondo mirano, per esempio, a migliorare la competitività, promuovere la crescita dimensionale, favorire aggregazioni di imprese, ampliare la portata internazionale, rafforzare la presenza nazionale, incentivare la ricerca e l'innovazione su vasta scala e aumentare la capitalizzazione.

Come da decreto ministeriale (DM 08/05/2011), il fondo investe in "aziende di rilevante interesse nazionale", ovvero società strategiche che hanno un ruolo chiave nell'economia nazionale per settore di appartenenza o dimensione.

I settori di attività sono:

- > difesa;
- > sicurezza;
- > infrastrutture e servizi pubblici;
- > trasporti;
- > comunicazioni;
- > energia;
- > assicurazioni e intermediazione finanziaria;
- > ricerca e alta tecnologia.

Figura 15 – Possibili investimenti di FSI

1	<b>Consolidamento domestico</b>	Creazione di aziende dimensionalmente importanti per essere competitive a livello globale, con benefici significativi derivanti da sinergie nella costruzione di reti commerciali e investimenti in R&D.
2	<b>Investimenti in rete distributiva</b>	Capitale per acquisire reti distributive al fine di accelerare il processo di crescita.
3	<b>Crescita esterna</b>	Capitale per acquisizioni finalizzato ad aumentare la dimensione e migliorare il potenziamento competitivo delle aziende target.
4	<b>Investimenti nell'azienda capo filiera</b>	Investimento nella capo filiera per migliorare il posizionamento competitivo, generando ricadute lungo tutta la filiera.
5	<b>Infrastrutture e costruzione di "Poli" nei servizi pubblici</b>	Investire in aziende di riferimento nelle infrastrutture. Aggregazione di aziende per dare vita a poli nei settori dei pubblici servizi con dimensione rilevante al fine di conseguire sinergie operative.
6	<b>Riorganizzazione struttura azionaria</b>	Investimento in aziende a rischio di successione generazionale e/o aziende quotate potenzialmente vulnerabili (per esempio azionariato molto frammentato) per stabilizzarne l'azionariato.

Fonte: FSI, 2013

65

I requisiti dimensionali prevedono un fatturato netto annuo di almeno € 300 mln o un organico di almeno 250 dipendenti; tali requisiti possono abbassarsi a € 240 mln e 200 dipendenti in caso di imprese la cui attività ed espansione possono avere effetti positivi sui settori satelliti.

Requisiti per l'intervento

FSI partecipa al capitale, di solito con quote di minoranza, in società di grandi dimensioni che hanno una posizione finanziaria solida, una redditività adeguata e buone prospettive di crescita. Agisce in qualità di investitore di lungo termine, adeguando il proprio orizzonte d'investimento ai piani industriali e ai cicli economici delle imprese che finanzia. Incoraggia inoltre i partenariati e le forme di co-investimento con altri investitori istituzionali, fra cui soprattutto i fondi sovrani.

Modalità e prospettive di investimento

Gli investimenti del fondo hanno un target di tasso di rendimento interno (IRR) – considerato come soglia minima di rendimento – del 6-10%, ottenuto dalla combinazione di dividendi e plusvalenze, a fronte di un rendimento del settore privato che è generalmente più alto.

Rendimenti target degli investimenti

Al fine di diversificare i rischi, il fondo prevede di differenziare il proprio portafoglio investendo non più del 20% del capitale in ciascun settore industriale.

Per quanto riguarda la corporate governance, FSI ha:

- > un Consiglio di Amministrazione – composto dal Presidente, dall'Amministratore Delegato e da tre consiglieri – che ha il compito di individuare la strategia d'investimento e di approvare il finanziamento dei progetti.
- > un Comitato Investimenti, composto da sei membri di cui due esterni, che valuta le ipotesi di investimento esprimendo pareri motivati, obbligatori, ma non vincolanti, da sottoporre al Consiglio di Amministrazione.
- > un Comitato Strategico, composto da sette esperti, che esprime pareri motivati, obbligatori ma non vincolanti, da sottoporre al Consiglio di Amministrazione con riguardo ai settori di intervento e alle politiche generali di investimento, con particolare attenzione ai relativi effetti in termini di sviluppo, competitività e concorrenza, in conformità alla normativa vigente e allo statuto sociale.

Il fondo si avvale anche dell'attività di un Collegio Sindacale e di un Organismo di Vigilanza ai sensi del D.lgs. 231/2001.

## Alcuni Investimenti per la crescita del Fondo Strategico Italiano

### KEDRION S.p.A.

Kedron è il maggiore operatore farmaceutico italiano, con una quota di mercato superiore al 50% in Italia, e uno dei 5 maggiori operatori mondiali nel settore specialistico dei plasmaderivati.

I plasmaderivati sono proteine contenute nel sangue umano dalle quali è possibile sviluppare farmaci utilizzati per il trattamento di disturbi della coagulazione (emofilia), delle immunodeficienze, delle malattie autoimmuni (tra cui alcune malattie dei nervi periferici), delle malattie infettive (tetano, varicella, epatite B) e che hanno mostrato risultati incoraggianti nel trattamento di altre malattie quali l'Alzheimer.

Il settore dei plasmaderivati raggiunge una dimensione globale pari a circa € 10,1 mld (2011), con i maggiori mercati di riferimento rappresentati dal Nord America (40%), l'Europa (26%), l'Asia e il Sud America (34%). Nel 2008-2011, nonostante la crisi economica, il settore dei plasmaderivati è cresciuto a un tasso medio annuo del 4%. Nei prossimi anni, si prevedono tassi annui di crescita del settore pari al 5-8%.

Kedron ha un organico di circa 1.400 dipendenti e quattro stabilimenti produttivi (l'organico in Italia è di 800 dipendenti in due stabilimenti). Nel periodo 2005-2010, il fatturato di Kedron è cresciuto a un tasso medio annuo dell'11,9%, a fronte di un aumento del margine operativo lordo del 18,2%. Nel 2011 Kedron ha ottenuto ricavi per € 324 mln (dati *pro-forma* per l'acquisizione di un impianto di produzione e di due centri di raccolta negli Stati Uniti), e un EBITDA di € 75 mln (*pro-forma*). L'Italia, con un fatturato di circa € 150 mln, rappresenta il suo principale mercato. La società ha anche una presenza importante negli Stati Uniti, dove è stato generato il 21% dei ricavi totali nel 2011.

L'azienda opera in conto lavoro per le Regioni italiane e fattura sul mercato domestico circa € 145 mln, equivalenti al 38% del totale. Il rimanente 62% è generato negli Stati Uniti (31%) e in altri 33 Paesi nel mondo (31%).

In qualità di investitore di minoranza qualificato, il fondo svolge un ruolo attivo nella governance delle società in cui investe, avendo di norma propri rappresentanti nel Consiglio di Amministrazione, controlla il piano industriale e ha potere decisionale in merito a importanti questioni operative e iniziative aziendali straordinarie, in modo da garantire la liquidità e la redditività degli investimenti.

Nel mese di maggio 2012, il Consiglio di Amministrazione di FSI ha approvato i primi investimenti: il 46,2% in Reti TLC - Metroweb e il 18,7% in Kedron.

Metroweb possiede la più estesa rete di fibra ottica in Europa. La società opera come fornitore di fibra spenta affittando l'infrastruttura agli operatori di telecomunicazioni e fornitori di servizi, che provvedono poi a offrire servizi di connessione per gli utenti finali. L'azienda ha un'estesa rete in fibra ottica nell'area metropolitana di Milano, e diversi collegamenti a lunga distanza tra Milano e le principali città del Nord Italia. Nel 2011 Metroweb ha generato ricavi per € 56 mln e un EBITDA di € 45 mln.

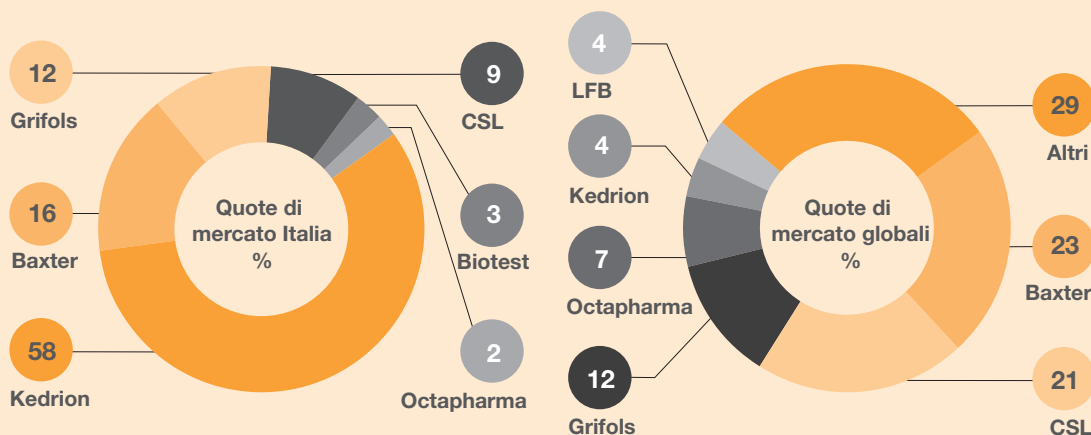
FSI ha investito € 200 mln per un aumento di capitale che permetterà alla società di finanziare un piano di roll out della rete in fibra ottica e potrà investire altri € 300 mln per finanziare la seconda parte del piano.

A luglio 2012, FSI ha investito € 150 mln in Kedron, al fine di ampliare la capacità produttiva di una delle aziende leader nel settore farmaceutico rafforzando la strategia di espansione internazionale delle attività d'impresa.

Nel luglio 2012, FSI ha acquisito una partecipazione di minoranza (18,7%) nella società, investendo circa € 150 mln, di cui € 75 mln in nuove azioni ordinarie ed € 75 mln tramite prestito convertibile.

Le nuove risorse avevano lo scopo di potenziare la capacità produttiva della società in Italia tramite un investimento di € 20-30 mln negli stabilimenti italiani di Bolognana (Lucca) e Sant'Antimo (Napoli), in particolare in nuovi impianti di purificazione delle immunoglobuline.

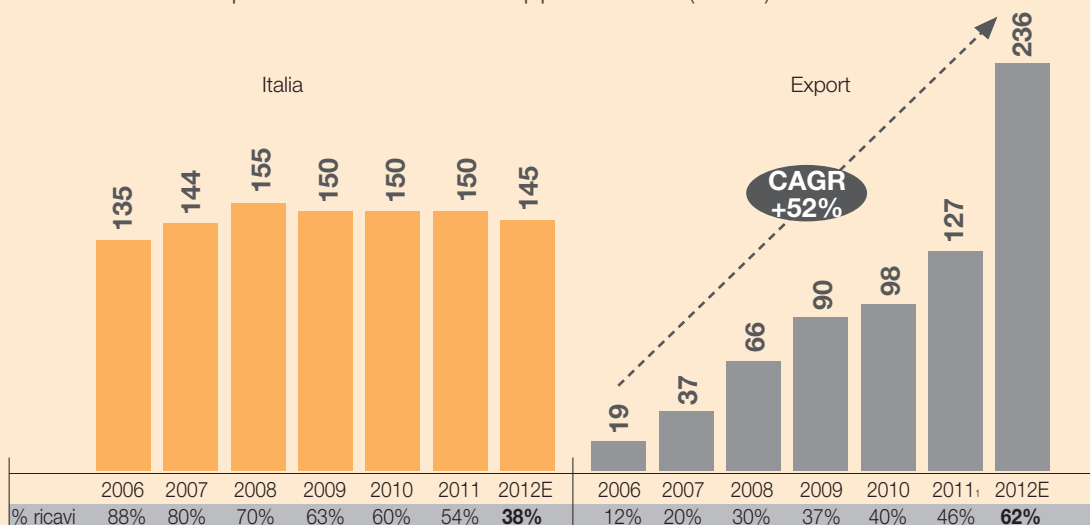
### Kedrion S.p.A.



Fonte: FSI, 2013

Inoltre, hanno consentito all'azienda di finanziare il piano di espansione internazionale, tramite un'acquisizione in una società estera di nicchia del mercato dei plasmaderivati. A seguito dell'investimento di FSI, Kedrion ha infatti completato l'acquisizione di Rho-GAM, una società del Gruppo Johnson & Johnson che opera in una nicchia del mercato dei plasmaderivati a particolare valore aggiunto (l'immunoglobulina anti-D).

### Evoluzione e composizione dei ricavi Gruppo Kedrion (€ mln)



Fonte: FSI, 2013

(1) Include le operazioni relative agli Stati Uniti solo per 5 mesi.



Nel 2012, Kedrion ha generato ricavi per € 381 mln con un'EBITDA di € 83 mln (margine del 21,7%) e un utile netto di € 26 mln. A dicembre 2012, la posizione finanziaria netta era pari a € 170 mln (circa 2,1x l'EBITDA). Il Gruppo Kedrion attualmente impiega circa 1.400 dipendenti, di cui circa 1.000 in Italia.

Grazie all'intervento di FSI, Kedrion è riuscita a consolidare la propria posizione di mercato e a generare un mix di ricavi che ha invertito la tendenza, passando da un 54-60% del totale nel 2010-2011 generato in Italia a un 62% del totale nel 2012 generato all'estero.

Kedrion distribuisce i suoi prodotti in più di 40 Paesi nel mondo e sta attualmente studiando l'opportunità di stabilire una presenza diretta in mercati emergenti chiave come Brasile, Russia e Turchia.

## Presenza del Gruppo Kedrion sui mercati globali

### Mercati di distribuzione di Kedrion

**Italia: 38% dei ricavi**

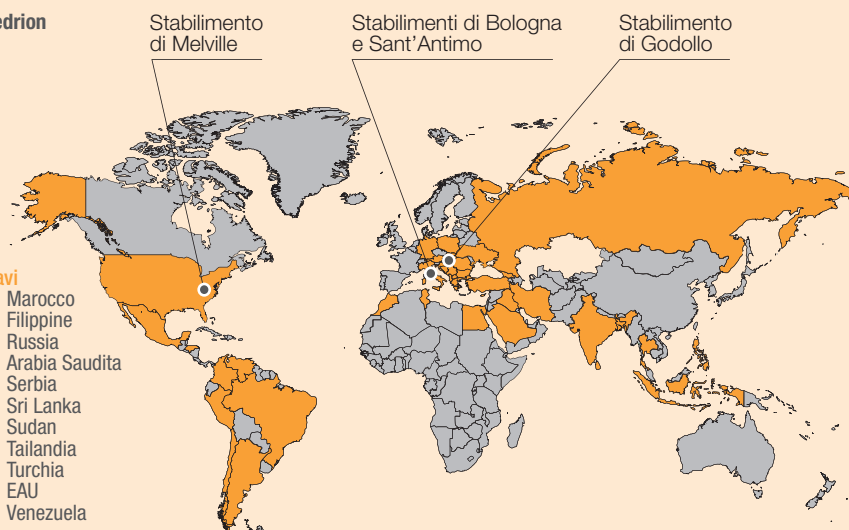
**USA: 31% dei ricavi**

**Europa: 7% dei ricavi**

Austria      Grecia  
Bulgaria      Malta  
Cipro          Olanda  
Germania      Romania

**Resto del mondo: 23% dei ricavi**

Albania	Kosovo	Marocco
Argentina	Honduras	Filippine
Bosnia	India	Russia
Brasile	Indonesia	Arabia Saudita
Cile	Iran	Serbia
Cina	Libano	Sri Lanka
Colombia	Macedonia	Sudan
Cuba	Mauritius	Tailandia
R. Dominicana	Messico	Turchia
Georgia	Montenegro	EAU
		Venezuela



■ Footprint di Kedrion

Fonte: FSI, 2013

### Investimenti nel settore delle utility

Nell'agosto 2012, per sostenere il processo di rafforzamento delle public utility territoriali, FSI ha deliberato un investimento per la partecipazione all'aumento del capitale sociale del Gruppo Hera. In data 22 novembre 2013, grazie ad una domanda superiore alle iniziali aspettative, si è concluso in via anticipata l'aumento di capitale della società. FSI, data la forte domanda, ha ritenuto opportuno sottoscrivere solo una percentuale pari a circa lo 0,6% del capitale sociale così da poter preservare maggiori risorse finanziarie per intervenire adeguatamente, ove necessario, nel settore.

Hera è una delle principali multi-utility in Italia e in Europa, attiva nella gestione di servizi ambientali, idrici ed energetici. Nel 2012 la società ha generato un fatturato di € 4,7 mld, con un EBITDA di € 662 mln. Nel periodo 2008-2012, il fatturato è cresciuto a un tasso medio annuo del 5% circa, a fronte di un incremento del margine operativo lordo del 6%. L'aumento di capitale andrà a finanziare parte del piano d'investimento da € 2 mld previsto da Hera per il periodo 2013-2017.

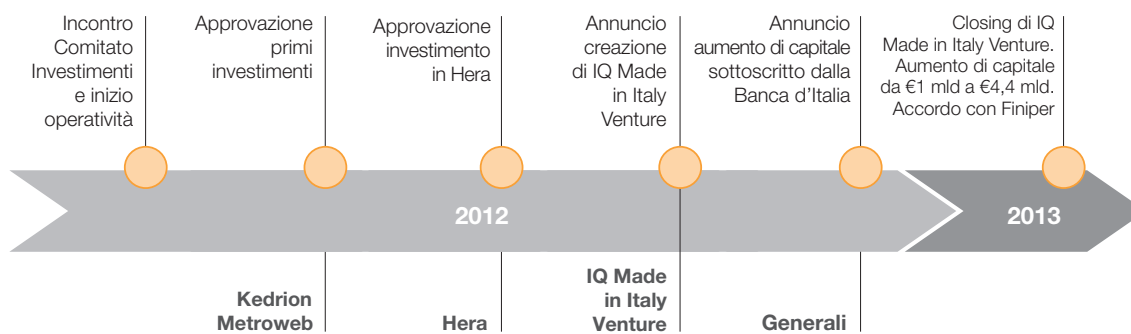
### Accordo con Qatar Holding LLC

A novembre 2012, FSI e Qatar Holding LLC (QH) hanno siglato un accordo per creare una joint venture denominata "IQ Made in Italy Venture". Secondo i termini dell'accordo, la joint venture avrà un capitale totale massimo di € 2 mld, versato in quattro anni in parti uguali da FSI e QH, con € 300 mln di dotazione iniziale. La joint venture investirà in società italiane che operano in alcuni settori del cosiddetto "Made in Italy": produzione e distribuzione alimentare, moda e lusso, arredamento e design, turismo, lifestyle e tempo libero. Si tratta di settori strategici per l'economia italiana, che contribuiscono in misura fondamentale all'export e contano numerose aziende di alta qualità con un significativo potenziale di crescita e di espansione all'estero. IQ Made in Italy Venture si propone di investire in aziende leader, contribuendo alla creazione di valore tramite diverse leve, tra cui il consolidamento settoriale e la trasformazione attraverso la crescita anche internazionale.

Nel dicembre 2012, la Banca d'Italia è entrata nel capitale di FSI, conferendo una partecipazione del 4,5% in Generali. Generali è una delle maggiori compagnie assicurative del mondo, con una posizione di leadership in Italia e una presenza in oltre 60 Paesi.

A ottobre 2013, FSI ha sottoscritto un contratto per l'acquisizione dell'84,55% di Ansaldo Energia, società specializzata nella realizzazione di turbine a gas. Nell'ambito dell'acquisizione, FSI si è impegnato a rilevare il rimanente 15% della società da Finmeccanica entro il 2017.

Figura 16 – Principali tappe di FSI



Fonte: FSI, 2013

Nell'ambito del vertice Italia-Russia del 26 novembre 2013, FSI ha siglato con il Russian Direct Investment Fund (RDIF) un memorandum d'intesa per la realizzazione di una piattaforma d'investimento da € 1 mld.

Intesa tra FSI e RDIF

Le due istituzioni finanziarie quindi si impegnano ad investire € 500 mln ciascuna in imprese e progetti volti a promuovere investimenti diretti tra Italia e Russia.

69

### 03.2 | Equity per le PMI: i fondi delle grandi banche pubbliche europee

L'ultimo settore di interesse si riferisce alla necessità di investimenti nel capitale di rischio delle piccole e medie imprese (PMI). Questo tema è particolarmente rilevante in Italia, data l'incidenza delle PMI sul sistema produttivo nazionale, più elevata che negli altri Paesi europei sia in termini numerici, sia in termini di occupazione e valore aggiunto (Tabella 11).

In particolare, l'economia italiana è trainata da un esteso universo di piccole e micro imprese, la cui quota nell'economia nazionale è sostanzialmente più elevata rispetto alla media UE.

Relativa maggiore presenza di PMI in Italia

L'economia europea dipende in misura significativa dalla capacità delle PMI di realizzare il loro potenziale, considerato che i 23 mln di PMI della UE occupano il 67% della forza di lavoro del settore privato.

Tabella 11 – Dati sulle PMI in Italia (n. e %)

	Numero di imprese			Occupazione			Valore aggiunto		
	Italia		UE-27	Italia		UE-27	Italia		UE-27
Impresa	Numero	Quota (%)	Quota (%)	Numero	Quota (%)	Quota (%)	€ mld	Quota (%)	Quota (%)
PMI	3.762.921	99,9	99,8	12.264.408	81,4	66,9	465	71,3	58,4
Micro	3.557.818	94,5	92,1	7.134.461	47,3	29,8	213	32,7	21,6
Piccola	186.027	4,9	6,6	3.275.667	21,7	20,4	153	23,5	18,9
Media	19.076	0,5	1,1	1.854.280	12,3	16,8	99	15,2	17,9
Grande	2.904	0,1	0,2	2.803.386	18,6	33,1	187	28,7	41,6
Totale	3.765.825	100,0	100,0	15.067.794	100,0	100,0	652	100,0	100,0

Fonte: Eurostat, schede informative SBA-Italia 2010/2011

Tra gli obiettivi principali dello SBA: agevolare l'accesso al credito delle PMI

Come sottolineato anche nello Small Business Act (SBA) del giugno 2008, è fondamentale incidere sui fattori che possono ostacolare lo sviluppo delle PMI, tra cui: oneri amministrativi, difficoltà nell'accesso ai finanziamenti e a nuovi mercati, assenza di parità concorrenziale, carenza di istruzione e competenze imprenditoriali, ostacoli alla tutela della proprietà intellettuale, carenza di risorse da investire in ricerca e sviluppo.

Lo SBA è il quadro operativo strategico della UE volto a rafforzare le piccole e medie imprese. Mira a sviluppare un'ampia gamma di politiche economiche per le PMI al fine di potenziare il ruolo svolto da queste imprese e promuoverne la crescita e le potenzialità in termini di creazione di posti di lavoro. In particolare, fra gli obiettivi principali dello SBA vi è quello di agevolare l'accesso al credito delle PMI. A tal fine, la Commissione Europea ha definito tre grandi settori prioritari:

- > accesso alle garanzie per le PMI attraverso programmi rafforzati di garanzia dei prestiti;
- > piano d'azione per migliorare l'accesso delle PMI al credito e ai mercati dei capitali di rischio, nonché misure volte ad aumentare la consapevolezza degli investitori sulle opportunità offerte dalle PMI;
- > utilizzo dei prestiti della BEI e degli strumenti UE aperto a tutti gli istituti bancari, indipendentemente dalle loro dimensioni.

Le PMI più innovative e con rapide prospettive di sviluppo necessitano di maggiore capitale di rischio

In particolare, l'accesso ai finanziamenti è una questione chiave per l'avvio, lo sviluppo e la crescita delle PMI, considerata la particolarità delle loro esigenze e delle sfide che queste devono affrontare sotto il profilo finanziario, rispetto alle grandi imprese. Queste ultime hanno meno difficoltà nel reperire capitali sui mercati azionari, che invece restano difficilmente accessibili alla maggior parte delle piccole imprese. La mancanza di investimenti nel capitale di rischio delle piccole imprese le costringe a fare maggior affidamento su altre fonti di finanziamento, come i prestiti bancari e altri tipi di prodotti finanziari.

In un contesto in cui l'offerta di credito risente pesantemente delle tensioni finanziarie, diventa ancora più importante per le PMI riuscire ad attrarre investimenti azionari.

70

Benché la percentuale di aziende che effettivamente ricorre o valuta il ricorso al capitale di rischio sia ancora abbastanza limitata, tale fonte di finanziamento è importante anche per le piccole e medie imprese. Ciò è particolarmente vero nelle fasi "pre-revenue" dello sviluppo aziendale, in cui le imprese possono incontrare difficoltà a ottenere capitale di debito, non avendo i flussi di cassa necessari ad assicurare il rimborso e il pagamento degli interessi. Inoltre, va notato che l'investimento azionario è una fonte significativa di finanziamento, in particolare per le imprese – numerose tra le PMI – che vantano prospettive di rapido sviluppo con un'alta propensione all'innovazione e alla ricerca<sup>32</sup>. La partecipazione degli investitori alla gestione delle attività può inoltre risultare molto utile alle imprese, potendo queste ultime beneficiare dell'esperienza e dei contatti dei propri investitori.

Gli investitori privati che mostrano interesse per le PMI sono principalmente gli investitori di private equity e gli investitori "informali".

I dati raccolti dall'AIFI (l'Associazione Italiana del private equity e venture capital), riportati nei Grafici 31 e 32, evidenziano come nel primo semestre del 2013 gran parte degli investimenti di private equity e venture capital siano stati diretti alle PMI<sup>33</sup>:

- > per quanto riguarda la distribuzione degli investimenti per dimensione delle aziende target, si evidenzia una concentrazione degli investimenti nelle piccole e medie imprese (l'89% del totale nel primo semestre 2013 contro l'84% nell'anno 2012);
- > la distribuzione degli investimenti per classi di fatturato evidenzia come le aziende di piccole e medie dimensione (fatturato inferiore a € 50 mln) rappresentino il principale obiettivo dei venture capitalist, con una quota del 86% delle transazioni (contro l'80% dell'anno 2012).

Nel primo semestre del 2013, inoltre, l'ammontare totale degli investimenti di private equity e venture capital è risultato pari a circa € 1,4 mld (€ 3,23 mld nell'anno 2012), di cui € 849 mln (€ 1,93 mld nell'anno 2012) per deal di piccole e medie dimensioni (ovvero fino ad € 150 mln) ed € 558 mln (€ 1,3 mld nell'anno 2012) per deal di grandi dimensioni.

(32) Una recente indagine condotta da Fondazione Impresa su un campione di 600 piccole imprese italiane conclude che, tra le imprese manifatturiere con meno di 20 dipendenti, quasi il 30% ha introdotto innovazioni di prodotto o di processo negli ultimi due anni. Anche i dati dello European Innovation Scoreboard 2011 valutano che le PMI italiane sono, in media, più innovative della media europea, evidenziando una più elevata incidenza di PMI che innovano al loro interno e introducono innovazioni di prodotto, processo, commercializzazione od organizzazione.

(33) L'analisi dell'AIFI si basa su un'indagine effettuata nel primo semestre del 2013 su un campione di 164 investitori, pari alla quasi totalità del settore del private equity e venture capital in Italia.

Grafico 31 – Investimenti per numero di dipendenti delle aziende destinatarie, primo semestre 2013 (%)

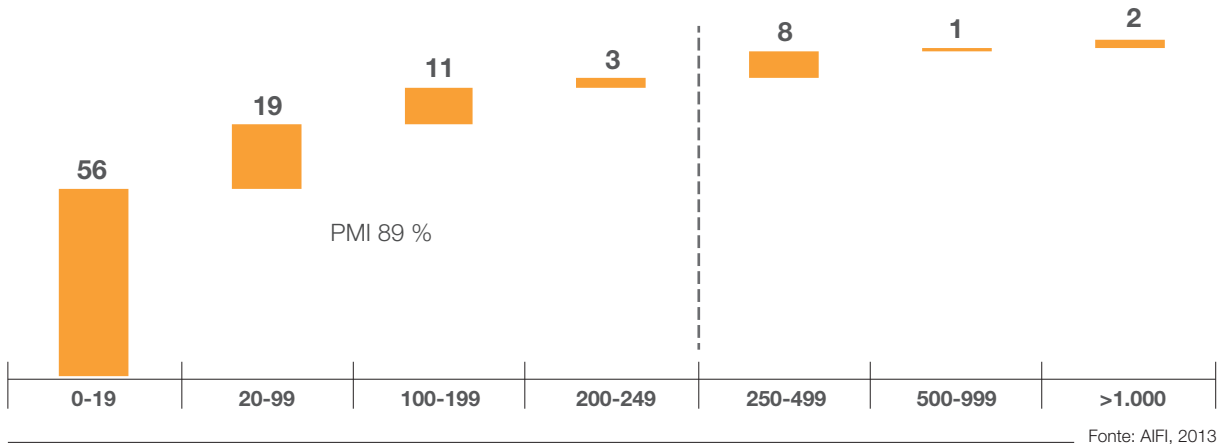
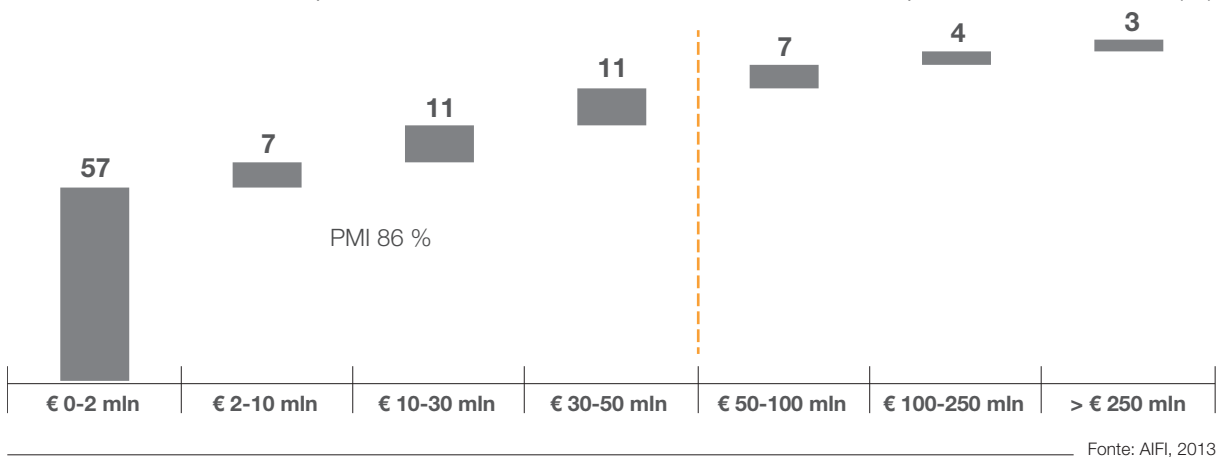


Grafico 32 – Investimenti per classe di fatturato delle aziende destinatarie, primo semestre 2013 (%)



L'Italia ha avviato diverse misure di politica economica per migliorare questa situazione. La moratoria dei debiti delle PMI, scaduta nel gennaio 2011, è stata prorogata al 31 luglio 2011 per aiutare le imprese a superare la crisi economica. Questa misura è stata attuata dal Ministero dello Sviluppo Economico in collaborazione con l'ABI e Confindustria.

Nel marzo 2010, è nato il Fondo Italiano d'Investimento, il fondo di private equity promosso dal Ministero dell'Economia e delle Finanze al fine di sostenere la capitalizzazione delle PMI italiane e rivolto a imprese con fatturato compreso tra € 10 mln ed € 100 mln. Il budget stanziato è di € 1,2 mld. Nel primo anno di piena operatività, il Fondo Italiano d' Investimento ha approvato investimenti per un totale di € 417 mln, pari al 38% del capitale gestito disponibile.

Nonostante i molti sforzi profusi a favore delle PMI, molto resta ancora da fare per promuovere gli investimenti di capitale nelle imprese di piccole dimensioni.

Come già evidenziato in precedenza, una forte domanda di investimenti proviene dalle piccole imprese, che oggi hanno sempre maggiori difficoltà ad accedere al credito. In generale i mercati azionari mostrano poco interesse nelle piccole imprese, anche quando si tratta di entità sane, innovative e con significative potenzialità di crescita. Il settore pubblico svolge pertanto un ruolo chiave nel sostenere gli investimenti azionari nelle PMI, e in particolare nelle piccole imprese.

Le strategie e gli strumenti già in uso nei Paesi europei ed extra-europei per sostenere gli investimenti di capitale nelle PMI sono molteplici. Per la maggior parte, essi si basano sul coinvolgimento di investitori privati, in modo da offrire alle imprese l'opportunità di beneficiare delle competenze, del know-how e dei contatti degli investitori.

I paragrafi che seguono descrivono brevemente alcuni degli strumenti utilizzati in Europa e altrove per promuovere gli investimenti di capitale nelle PMI.

Lancio (2010) del Fondo Italiano di Investimento per sostenere la capitalizzazione delle PMI italiane

Molto resta da fare per sostenere gli investimenti e la crescita delle PMI

### 03.2.1 Fondo europeo per gli investimenti

Il Fondo europeo per gli investimenti (FEI) è un partenariato pubblico/privato fondato nel 1994 dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI), l'Unione Europea e altre istituzioni finanziarie europee pubbliche e private<sup>34</sup>.

La Banca Europea per gli Investimenti è l'azionista di maggioranza con il 62,1% delle azioni, a fronte del 30% detenuto dall'Unione Europea, rappresentata dalla Commissione, e del 7,9% in mano a ventisei istituti finanziari provenienti dagli Stati membri dell'Unione Europea, più la Turchia e la Croazia. Il FEI e la BEI formano il Gruppo BEI.

Figura 17 – Azionariato del FEI



Fonte: FEI, 2013

Il FEI sostiene gli investimenti delle PMI...

72

La missione del FEI consiste nel sostenere le piccole e medie imprese mediante l'offerta di un'ampia gamma di strumenti di capitale di rischio. In questa ottica, il FEI non offre finanziamenti alle PMI in modo diretto, ma attraverso l'investimento in diverse istituzioni finanziarie, banche e fondi di venture capital che partecipano a PMI (per questo è anche classificato fra i "fondi di fondi"). Il FEI offre anche garanzie alle banche, a copertura dei loro finanziamenti alle PMI.

Nella sua attività di sostegno alle PMI, il FEI utilizza fondi propri e messi a disposizione dalla BEI, dalla Commissione Europea e dagli Stati membri della UE o parti terze.

Le risorse del Gruppo BEI sono investite principalmente nel capitale delle imprese. La BEI ha conferito al FEI diversi mandati relativi al venture capital (il Risk Capital Mandate - RCM, il Fondo mezzanino per la crescita - MFG). Nel 2012, gli impegni nei segmenti RCM, MFG e FEI ammontavano a € 872 mln (Tabella 12).

Tabella 12 – Impegni in capitale di rischio (€ mln)

	2008	2009	2010	2011	2012
RCM	188	363	356	487	498
MFG		160	224	236	320
Risorse proprie FEI	19	43	47	50	54
Commissione Europea (CIP, MAP, G&E)	134	43	72	105	75
Mandati regionali (ERP, Jeremie, etc)	44	50	147	77	95
Investimenti in fondi di fondi	24	50	84	172	308
<b>Totale impegni</b>	<b>409</b>	<b>709</b>	<b>930</b>	<b>1.126</b>	<b>1.350</b>

Fonte: FEI, 2013

(34) Austria: AWS Austria Wirtschaftsservice GmbH, UniCredit Bank Austria AG, Erste Group Bank AG, Raiffeisen Bank International AG; Bulgaria: Bulgarian Development Bank A.D.; Croazia: Croatian Bank for Reconstruction and Development (HBOR); Danimarca: Vaekstfonden; Francia: Caisse des Dépôts et Consignations (CDC); Germania: KfW Bankengruppe, Landeskreditbank Baden-Württemberg-Förderbank, LfA Förderbank Bayern, NRW.BANK, Sächsische Aufbaubank - Förderbank (SAB); Ungheria: Hungarian Development Bank Ltd; Italia: IMI Investimenti S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A.; Lussemburgo: Banque et Caisse d'Épargne de l'Etat, Luxembourg (BCEE); Malta: Bank of Valletta p.l.c.; Polonia: Bank Gospodarstwa Krajowego; Portogallo: Banco BPI S.A.; Spagna: Instituto de Crédito Oficial (ICO), Agencia de Innovación y Desarrollo de Andalucía (IDEA); Turchia: Industrial Development Bank of Turkey (TSKB); Regno Unito: Barclays Bank PLC, Scottish Enterprise.

Tabella 13 – Garanzie (€ mln)

	2008	2009	2010	2011	2012
Impegni annui	909	191	611	1.461	1.180
Esposizione totale a fine anno	4.422	3.588	3.329	4.372	4.696

Fonte: FEI, 2013

Il FEI utilizza le risorse della Commissione Europea anche in diverse iniziative comuni (per esempio, il Programma quadro per l'innovazione e la competitività - CIP, il programma pluriennale per l'impresa e l'imprenditorialità - MAP, il programma per la crescita e l'occupazione - G&E). Gli impegni CIP, MAP e G&E su mandato della Commissione Europea e quelli su mandati regionali (quali Jermie, etc) ammontavano a € 170 mln nel 2012.

....attraverso la partecipazione al capitale di rischio...

Il FEI ha costituito veicoli di investimento congiunto con enti pubblici e privati, attraverso la partecipazione in fondi di fondi nazionali, multi-Paese o settoriali. Nel 2012, gli impegni del segmento fondo di fondi risultavano pari a circa € 308 mln.

Il FEI fornisce inoltre supporto finanziario attraverso l'emissione di specifiche garanzie per l'accesso al credito da parte delle PMI. In particolare, il FEI emette, tra l'altro, garanzie di tipo first loss e strumenti finanziari di credit enhancement per agevolare la cartolarizzazione dei crediti delle PMI.

...e il rilascio di garanzie per l'accesso al credito

Anche nel caso delle garanzie, il FEI opera attraverso l'utilizzo di risorse proprie e messe a disposizione dalla Commissione Europea e dagli Stati membri della UE o parti terze.

Nel 2012 sono stati rilasciati dal FEI impegni per garanzie per un ammontare pari a circa € 1,2 mld mentre l'esposizione totale a fine anno risultava pari a circa € 4,7 mld (Tabella 13).

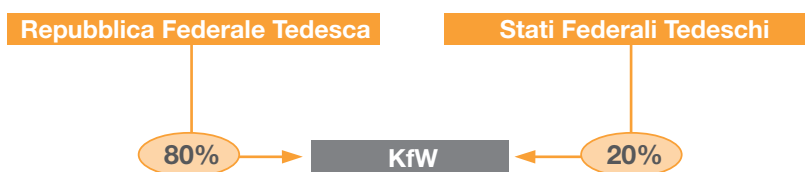
73

### 03.2.2 KfW

Il Gruppo bancario KfW è un veicolo della Repubblica Federale tedesca, costituito nel 1948. Di proprietà pubblica, il capitale è diviso fra la Repubblica Federale (80%) e i Länder (20%).

Il Gruppo tedesco KfW

Figura 18 – Azionariato di KfW



Fonte: KfW, 2012

In qualità di banca di sviluppo della Repubblica Federale e degli Stati Federali, il Gruppo bancario KfW promuove il miglioramento sostenibile delle condizioni di vita sotto il profilo economico, sociale ed ecologico, in particolare per quanto riguarda le PMI, le start-up, la protezione ambientale, l'edilizia, le infrastrutture, l'istruzione, la finanza di progetto, l'esportazione e lo sviluppo.

Il gruppo è composto da KfW e sei controllate. Le principali controllate operative sono IPEX-Bank, operativa nella finanza di progetto e nel finanziamento delle esportazioni, e DEG, attiva nella promozione del settore privato nei Paesi in via di sviluppo e in corso di industrializzazione.

Le principali attività di KfW sono:

- > promozione delle PMI e delle start-up;
- > programmi per il settore dell'edilizia, tutela dell'ambiente e finanziamento della formazione per il settore retail (privati);
- > programmi di finanziamento per Enti locali e banche di sviluppo regionali;
- > finanza di progetto e sostegno all'export;
- > promozione dei Paesi in via di sviluppo e delle Economie in transizione;
- > cartolarizzazione di attivi.

### Sostegno alle PMI

Strumento  
del Gruppo KfW  
per il sostegno  
alle PMI

Per quanto riguarda le piccole e medie imprese, KfW Mittelstandsbank sostiene PMI, start-up e lavoratori autonomi, offrendo finanziamenti a condizioni agevolate e consulenze professionali. I prestiti sono sia finanziamenti a lungo termine sia circolante. Il finanziamento alle PMI si può realizzare anche tramite un'articolata offerta di sostegno ai finanziamenti di private equity, i cui principali strumenti sono presentati qui di seguito.

### ERP Start Fund

Questo fondo del programma ERP (European Recovery Programme) è specializzato in finanziamenti di venture capital da erogare nella fase iniziale dell'impresa. Attraverso il fondo, la KfW Mittelstandsbank mobilita capitali per PMI di recente costituzione (fino a dieci anni), innovative e operanti in settori ad alto contenuto tecnologico, che non dispongano di attività da portare in garanzia a fronte dei finanziamenti necessari a sviluppare nuovi progetti e tecnologie. Lo Start Fund è destinato a finanziare lo sviluppo di prodotti, processi o servizi nuovi o sensibilmente migliorati, nonché la loro introduzione sul mercato.

Il fondo eroga finanziamenti solo in regime di co-investimento, ovvero solo se al progetto partecipa anche un altro investitore ("Lead investor"). Le partecipazioni di KfW e del Lead investor sono soggette alle medesime condizioni finanziarie e KfW partecipa con un massimo del 50% all'investimento co-finanziato (nel 2010, tale massimale è stato alzato dal 50% al 70%). L'investimento massimo per le società tecnologiche è di € 3 mln (elevato a € 6 mln nel 2010), con una limitazione per singolo investimento di € 1,5 mln (elevata a € 2,5 mln nel 2010). Nella maggior parte dei casi, la partecipazione del fondo non implica l'assunzione di un ruolo nel management della società, mentre il Lead investor assiste l'impresa su tutte le questioni economiche e finanziarie.

Alla fine del 2010, il volume di finanziamenti promozionali in private equity per giovani imprese tecnologiche e innovative assegnati tramite lo Start Fund era di circa € 80 mln.

### German SME Equity Fund

Il German SME Equity Fund è stato lanciato da KfW e Commerzbank a metà del 2010, con un contributo *pro-capite* di poco inferiore agli € 100 mln. I due soci fondatori hanno affidato la gestione del fondo ad Afinum Management GmbH, una società di private equity specializzata in piccole e medie imprese. Il fondo si concentra sulle imprese familiari e sul loro sviluppo in imprese sostenibili. Come spesso accade nei fondi di private equity, il fondo è concepito per offrire un sostegno a lungo termine, principalmente con l'assunzione di quote di minoranza, in modo da offrire alle imprese capitale di rischio senza influire sull'autonomia imprenditoriale. Inoltre, la direzione del fondo offre consulenze, know-how e contatti. Lo scenario di liquidazione ideale prevede che la quota sia riacquistata dall'imprenditore.

Alla fine del 2010, l'Equity Fund aveva un volume totale di € 500 mln.

### Programma di partecipazione ERP

KfW  
Mittelstandsbank  
supporta,  
attraverso  
l'ERP Start Fund,  
le PMI

Il Programma di partecipazione ERP è rivolto a imprese commerciali tedesche di piccole e medie dimensioni (fino a 499 dipendenti, con un fatturato annuo consolidato fino a € 50 mln o, in casi eccezionali, € 75 mln) che desiderano ampliare la loro base di capitale proprio o finanziare una serie di progetti (per esempio, lo sviluppo e la commercializzazione di prodotti innovativi, la ristrutturazione di unità aziendali e territoriali, la razionalizzazione e l'avvio di un'impresa). Il Programma di partecipazione ERP offre capitale a piccole e medie imprese già avviate.



In realtà, nell'ambito di questo programma KfW Mittelstandsbank non investe direttamente nelle imprese, ma offre un prestito di rifinanziamento a un investitore in capitale di rischio (di solito, una società di investimento di piccola e media dimensione). Tale società, con la garanzia delle banche, riceve prestiti dal Programma di partecipazione fino al massimo di € 1 mln.

Alla fine del 2010, il volume di finanziamenti erogato in private equity per le piccole e medie imprese tramite il Programma di partecipazione era di circa € 90 mln.

### Programma innovazione ERP e KfW Entrepreneur Capital

Oltre alla partecipazione al capitale di rischio, KfW offre finanziamenti alle PMI anche attraverso strumenti ibridi "quasi-equity" quali il mezzanine capital. Tra questi strumenti figurano il Programma innovazione ERP e il KfW Entrepreneur Capital.

Il Programma innovazione è diretto a professionisti autonomi e imprese già esistenti che intendono investire in ricerca e sviluppo o nell'introduzione sul mercato di prodotti, processi o servizi nuovi.

La Parte 1 del Programma finanzia gli investimenti relativi alla fase di ricerca e sviluppo. In particolare, i fondi possono essere utilizzati per finanziare fino al 100% dei costi di investimento ammissibili al finanziamento, con un tetto di € 5 mln a progetto (eccezionalmente € 25 mln a progetto o € 50 mln per impresa, in caso di sviluppo di nuove tecnologie finalizzate al risparmio, all'accumulo, alla trasmissione o alla produzione di energia).

La Parte 2 del Programma finanzia gli investimenti in fase di lancio sul mercato. I fondi possono essere utilizzati per finanziare fino all'80% dei costi di investimento per un massimo di € 2,5 mln a progetto nella Germania orientale e a Berlino, e fino al 50% per un massimo di € 1 mln a progetto nella Germania occidentale.

Il richiedente che soddisfi i requisiti di idoneità previsti può ricevere un finanziamento composto da un prestito tradizionale (tranche debito) e uno subordinato (tranche subordinata). La proporzione tra le due parti è variabile, anche se in genere la tranche subordinata rappresenta il 50-60% del finanziamento.

Tramite Entrepreneur Capital, KfW offre prestiti subordinati a lungo termine alle imprese. Il programma è rivolto a piccole e medie imprese o liberi professionisti nazionali o esteri che investono in Germania, controllate di imprese tedesche con sede all'estero e joint venture al di fuori della Germania con consistente partecipazione tedesca.

Entrepreneur Capital è finalizzato a finanziare l'espansione e il consolidamento delle imprese, mediante un rafforzamento della struttura patrimoniale. Attraverso il fondo, KfW offre un prestito tradizionale (tranche di outside capital) e un prestito subordinato (tranche subordinata). I finanziamenti con prestito tradizionale e subordinato hanno durata fino a 10 anni e un importo massimo di € 4 mln. È inoltre previsto un periodo di preammortamento di sette anni per la tranche subordinata e di due anni per la tranche di capitale.

In termini di volumi impegnati, Entrepreneur Capital ha raggiunto € 251 mln nel 2010, a fronte di € 814 mln per il Programma innovazione, di cui un terzo circa a piccole imprese con meno di 50 dipendenti.

### 03.2.3 CDC Entreprises

CDC Entreprises è una controllata del Gruppo Caisse des Dépôts et Consignations, responsabile degli investimenti diretti e indiretti di CDC nelle PMI. CDC Entreprises ha tre obiettivi principali:

- > l'attuazione della politica di investimento nelle piccole e medie imprese del Fondo di investimento strategico francese;
- > la gestione dei fondi di investimento creati o sottoscritti da Caisse des Dépôts et Consignations, tra cui i fondi Mode et Finance e Patrimoine et Création;
- > a partire dal 2011, il finanziamento di start-up a elevato potenziale, attraverso la gestione del fondo di fondi da 400 mln della Repubblica Francese, nel quadro del programma Investissements d'Avenir (PIA).

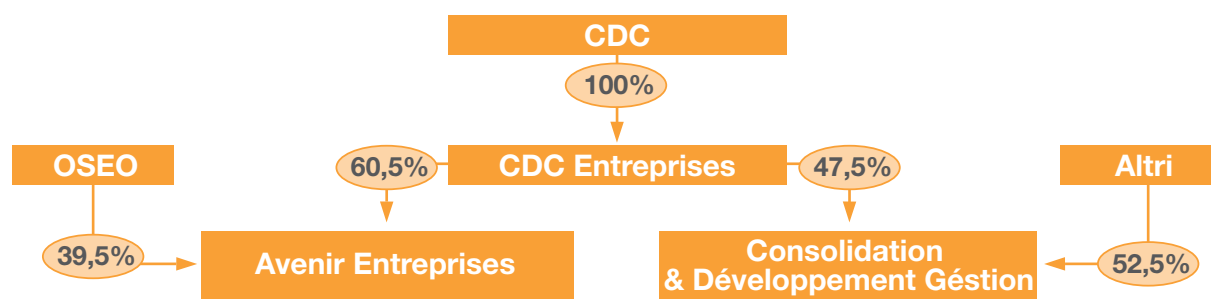
Tutte le attività sono dedicate a promuovere le PMI non quotate e con potenziale di crescita fornendo loro capitale di rischio, con l'obiettivo di sostenere la crescita dimensionale delle piccole e



medie imprese, il settore tecnologico e l'industria tradizionale, la creazione di valore e di occupazione. A tal fine, CDC Entreprises gestisce investimenti effettuati da Caisse des Dépôts et Consignations, principalmente attraverso il programma France Investissement del fondo strategico nazionale. Gestisce inoltre gli attivi per altre istituzioni pubbliche e private, anche nei settori finanziario e industriale. Gli investimenti abbracciano operazioni in tutte le fasi dello sviluppo, dal seed capital ai buy-out di imprese a piccola capitalizzazione.

Entro la fine del 2013, CDC Entreprises, FSIF e FSIF Régions saranno incorporate in Bpifrance Investissement. Quest'ultima, insieme alla Bpifrance Financement (ex-OSEO) andrà a sua volta a costituire Bpifrance, con l'obiettivo di avere un'unica regia per il finanziamento delle imprese, in ogni stadio del loro sviluppo.

Figura 19 – Sottoscrittori di CDC Entreprises



Fonte: CDC Entreprises, 2012

**Operatività  
mediante fondi  
di fondi**

Per raggiungere il proprio obiettivo, CDC Entreprises non investe direttamente nelle imprese, ma partecipa a veicoli di investimento che, a loro volta, investono direttamente nelle PMI. Di fatto CDC Entreprises opera principalmente come un fondo di fondi, anche se può ricorrere a investimenti o co-investimenti diretti in società, in concorso con altri fondi del portafoglio.

In qualità di fondo di fondi, CDC Entreprises detiene partecipazioni di minoranza insieme a fondi pubblici e privati. Per conto del Fondo strategico francese, CDC Entreprises investe in veicoli di private equity regionali, nazionali e settoriali, che a loro volta investono in PMI. Inoltre, finanzia altri operatori nella catena dell'equity financing per promuoverne lo sviluppo (per esempio, fondi mezzanini o reti di business angels). Partecipa infine a France Investissement Garantie, gestito da OSEO, un'istituzione del settore pubblico dedicata allo sviluppo economico e al finanziamento delle PMI.

Nell'ambito del programma Investissements d'Avenir, CDC Entreprises gestisce il Fonds National d'Amorçage - FNA, finalizzato a sostenere soprattutto le aziende tecnologiche che operano nel campo della salute, dell'alimentazione, delle biotecnologie, delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, delle nanotecnologie e dell'ambiente.

Inoltre, in collaborazione con Proparco, la società di investimento e promozione della cooperazione economica in parte detenuta dall'Agenzia francese dello sviluppo (AFD), CDC Entreprises promuove gli investimenti di capitali in Paesi in via di sviluppo vicini alla Francia (del Maghreb e del Mashreq), attraverso i fondi di fondi di Averroes Finance.

**Tipologie  
di fondo**

Per quanto riguarda gli investimenti diretti e i co-investimenti, CDC Entreprises gestisce per conto di Caisse des Dépôts et Consignations i fondi che investono direttamente in piccole e medie imprese, assumendo partecipazioni di minoranza. Tra i fondi diretti affiliati a CDC Entreprises figurano:

- > fondi generalisti, volti a promuovere gli investimenti in capitale di rischio e venture capital in PMI operanti in tutti i settori;
- > fondi settoriali come: "Patrimoine et Création 2", una controllata di CDC Entreprises rivolta alle PMI che operano nei settori dell'editoria, cinema, audiovisivi, musica e lusso; "Mode et Finance", una società di investimento, controllata al 19,3% da CDC Entreprises, che investe in quote di minoranza in piccole e medie imprese francesi attive nei settori della moda e del lusso; "FSN

PME”, un fondo che fa parte del programma Investissements d’Avenir e investe in PMI che sviluppino nuove applicazioni, servizi e contenuti digitali, con co-investimenti *pari passu* con altri investitori privati;

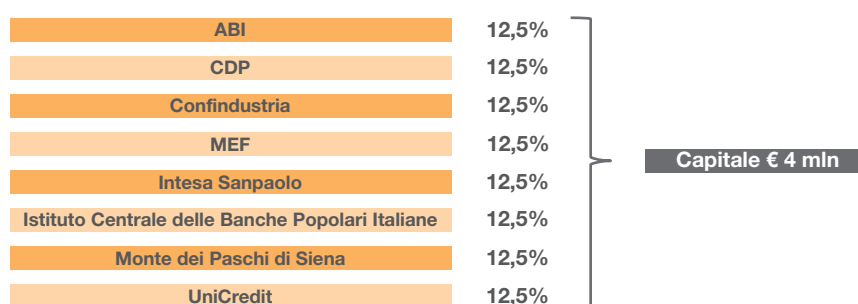
- > fondi mezzanine, come “OC +”, sottoscritti da FSIF, che consistono di obbligazioni convertibili.

Dal 1994, CDC Entreprises offre finanziamenti equity a oltre 5.000 PMI francesi. A fine 2010, CDC Entreprises finanziava oltre 2.700 piccole e medie imprese, sia direttamente sia indirettamente attraverso i fondi affiliati. Il patrimonio gestito ammonta a € 4,8 mld, di cui € 3,9 mld gestiti per conto di Caisse des Dépôts et Consignations (€ 3,7 mld per il Fondo strategico).

### 03.2.4 Fondo Italiano di Investimento

Il Fondo Italiano di Investimento (FII) è una società di gestione degli investimenti costituita nel marzo 2010 su iniziativa del Ministero dell’Economia e delle Finanze, Confindustria, ABI e un gruppo di primarie banche (le banche sponsor). Il fondo ha una dotazione di capitale di € 4 mln, equamente distribuito tra gli azionisti, con quote pari al 12,5% ciascuno.

Figura 20 – Azionariato di FII



Fonte: FII, 2013

Gli azionisti (CDP, Monte dei Paschi di Siena, Intesa Sanpaolo, UniCredit e un gruppo di altre banche<sup>35</sup>) si sono impegnati a sottoscrivere un fondo mobiliare chiuso riservato a investitori qualificati. Nel novembre 2010, il fondo ha effettuato un first closing di € 1,2 mld.

Figura 21 – Sottoscrittori di FII



Fonte: FII, 2013

Il fondo è stato costituito per rispondere alle esigenze della piccole e medie imprese italiane di raccogliere fondi per la crescita e l’innovazione, senza far affidamento diretto alle risorse pubbliche. A questo proposito il fondo ha due obiettivi principali:

**Obiettivi principali**

- > promuovere la patrimonializzazione delle PMI italiane in modo da facilitarne l’accesso al credito e sostenere progetti di sviluppo a medio-lungo termine;
- > incentivare il processo di aggregazione tra le PMI in modo da rafforzare la loro competitività nel settore di riferimento, a livello nazionale e internazionale.

(35) ICBP, Credito Valtellinese, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare dell’Emilia Romagna, UBI Banca e Banca del Cividale.

L'obiettivo finale è di creare "campioni nazionali di medie dimensioni", in grado di affrontare le sfide della concorrenza internazionale.

Rispetto ad altri fondi di private equity, FII ha una duplice finalità. Da un lato, persegue l'obiettivo tradizionale di private equity, con il conseguimento di un adeguato rendimento sugli investimenti (comunque non speculativi); dall'altro persegue un obiettivo di politica economica, poiché mira a sostenere la patrimonializzazione, l'aggregazione, la capitalizzazione e l'internazionalizzazione delle piccole e medie imprese. Un mercato di private equity efficiente, infatti, non è sempre in grado di garantire alle piccole e medie imprese l'accesso al capitale, in quanto i fondi di private equity, come tutti gli altri operatori privati, ricercano rendimenti superiori (o al limite uguali) a quelli del mercato che spesso non rispondono alle esigenze delle PMI.

La realizzazione dell'obiettivo del fondo, peraltro, va a beneficio anche delle banche sponsor (oltre che del sistema bancario in generale). Le banche infatti, pur ricevendo da tale investimento rendimenti più bassi e tempi di rimborso più lunghi rispetto agli investimenti in fondi di private equity tradizionali, possono beneficiare di un sistema industriale più stabile e capitalizzato.

Ma il Fondo Italiano di Investimento si differenzia dai fondi di private equity comuni anche sul lato della domanda. Gli imprenditori italiani, soprattutto se a capo di imprese familiari, sono spesso riluttanti a condividere la proprietà con gli operatori di private equity, poiché questi tendono ad avere interessi speculativi e scarsa considerazione per la proprietà. Grazie alla presenza delle istituzioni, invece, FII è percepito come un partner più stabile e affidabile rispetto ad altri investitori privati.

78

## Alcuni investimenti diretti del Fondo Italiano di Investimento

### ARIOLI S.P.A.

Arioli S.p.A., con sede a Gerenzano (Varese), produce e commercializza macchinari di alta gamma per il finissaggio tessile, l'attività con il maggiore tasso di innovazione, costo e valore aggiunto nell'ambito della filiera. A questo riguardo Arioli, nata nel 1954, rappresenta un'eccellenza italiana, esportando in tutto il mondo più dell'80% della propria produzione.

Nel 2010, l'azienda si presentava come una piccola realtà seppure tecnologicamente eccellente, che si apprestava a chiudere l'anno con un giro d'affari complessivo pari a circa € 12,3 mln e con 34 dipendenti, ma che, grazie alla continua ricerca e innovazione, aveva saputo superare brillantemente la pesantissima crisi che aveva colpito il settore.

Nel mese di dicembre 2010, FII ha effettuato il suo primo investimento in Arioli, per un controvalore complessivo pari a circa € 4,5 mln, a fronte della sottoscrizione di una quota di minoranza. A tale operazione ha partecipato anche Varese Investimenti, co-investendo un importo pari a circa € 500mila.

L'investimento di FII era finalizzato a supportare l'azienda nell'acquisizione di business unit e/o società nell'ambito di un più ampio progetto strategico del management volto alla creazione di un gruppo leader nel settore non solo in ambito europeo, ma anche mondiale.

Al fine di perseguire la strategia sopra definita, nel corso del 2011 è stata acquisita la società austriaca MHM Siebdruckmaschinen.

Successivamente, a marzo del 2012, è stato effettuato un ulteriore aumento di capitale da parte di FII e degli altri soci finanziari e industriali, per un totale di € 2,5 mln, al fine di supportare l'acquisizione della Brazzoli S.p.A. (e della sua controllata cinese Sozhou Bratex), società operante anch'essa nel settore meccanotessile e in particolare nella produzione e commercializzazione delle macchine per la tintura dei tessuti, con un fatturato pari circa € 28 mln e 80 dipendenti.

Attraverso questo secondo intervento, prosegue il progetto di creazione di un gruppo italiano di settore che aggrega aziende di successo dei differenti comparti, con l'obiettivo di preservare le qualità che sempre hanno contraddistinto il meccanotessile italiano, ma, nello stesso tempo, di fornire alle stesse imprese gli strumenti competitivi tipici delle aziende di maggiori dimensioni (capacità di internazionalizzazione, solidità finanziaria ecc.).

Da segnalare inoltre che, all'interno della fase del finissaggio tessile, i settori della stampa e della tintura (rispettivamente i mercati di Arioli e Brazzoli) sono tra di loro anticiclici e quindi in grado di compensare eventuali congiunture negative.

Nel complesso, oggi il Gruppo Arioli rappresenta il terzo operatore a livello mondiale nel settore del finissaggio tessile con un fatturato complessivo pari a € 45 mln (€ 12,3 mln nel 2010, evidenziando un tasso di crescita medio annuo del 92%) e un numero di dipendenti superiore alle 200 unità (rispetto ai 34 del 2010), distribuiti tra Italia, Austria, India, Cina e Brasile.

### ECO ERIDANIA S.P.A.

Eco Eridania S.p.A., con sede ad Arenzano (GE), è la holding operativa dell'omonimo Gruppo Eco Eridania, attivo nel settore della gestione dei rifiuti speciali e specializzato nella raccolta, trasporto, stoccaggio e smaltimento di rifiuti di origine sanitaria e, in parte, industriale.

Nel settembre 2011, FII ha effettuato un primo investimento di € 10 mln nella società per supportarla nella realizzazione degli investimenti funzionali a una crescita dimensionale, per linee sia interne sia esterne, oltre a un'integrazione a valle nella catena del valore (per la produzione di energia dai rifiuti) e, in particolare per: (i) l'acquisto del ramo d'azienda inerente alla gestione dei rifiuti sanitari di proprietà di Aimeri Ambiente (Gruppo Biancamano), (ii) la realizzazione di un innovativo impianto di sterilizzazione e gassificazione (impianto SPE) dei rifiuti ad Arenzano e (iii) la realizzazione di un impianto per il recupero energetico a Elmas (CA).

La società ha perfezionato l'acquisto del ramo d'azienda Aimeri Ambiente nel secondo semestre 2011 ed è oggi in avanzata fase di realizzazione degli investimenti previsti.

L'ingresso di FII nel capitale di Eco Eridania ha generato molto interesse da parte degli operatori del settore di riferimento della società, offrendo alla stessa la possibilità di valutare – con il supporto di FII – molte interessanti opportunità di aggregazione industriale, alcune delle quali avrebbero tra l'altro consentito al Gruppo di accelerare i propri progetti di crescita, sinergicamente a quanto originariamente ipotizzato.

Al fine di reperire le ulteriori risorse finanziarie necessarie per realizzare anche nuovi progetti di crescita per linee esterne, FII e il socio industriale di Eco Eridania hanno ritenuto opportuno ricercare congiuntamente un nuovo partner finanziario. Conseguentemente, tra dicembre 2012 e marzo 2013, il fondo Xenon Private Equity V ha investito in Eco Eridania € 13,7 mln, contestualmente al reinvestimento da parte di FII di ulteriori € 2,3 mln.

Grazie al nuovo intervento finanziario, Eco Eridania:

- > nel dicembre 2012, ha acquisito il proprio principale diretto competitor Team Ambiente e, contestualmente, ha perfezionato l'affitto del ramo d'azienda inerente alla gestione di rifiuti sanitari di proprietà della società H3;
- > nel mese di marzo 2013, ha acquisito la società Elettrochimica Carrara, attiva nella gestione di rifiuti sanitari, e ha siglato un accordo per l'acquisto della società Paderno Energia, proprietaria di un impianto di termodistruzione, e del ramo d'azienda inerente alla gestione di rifiuti industriali di proprietà della società Ghibeca Tecnoplus, il cui perfezionamento è previsto entro il mese di marzo 2013.

Oggi, grazie all'implementazione di una strategia di crescita dimensionale per linee interne ed esterne, il Gruppo Eco Eridania è arrivato a detenere una posizione di leadership nel Centro-Nord Italia, gestendo circa 45.000 t annue di rifiuti speciali rispetto alle 15.000 t annue del 2010, oltre a essere diventato uno dei pochi operatori integrati verticalmente nella catena del valore (dalla raccolta dei rifiuti sino alla produzione di energia dagli stessi).

Dall'ingresso di FII nella compagine societaria del gruppo, tanto il fatturato quanto l'organico hanno seguito un trend di continua crescita, passando dagli € 15 mln del 2010 ai circa € 70 mln attesi per il 2013, e dai 100 agli oltre 300 dipendenti.

**Settori  
e condizioni  
d'intervento**

Il fondo opera attraverso investimenti diretti e indiretti. Con riferimento agli investimenti diretti, esso partecipa a operazioni di expansion e di sostituzione del capitale e management buy in/buy out. Gli investimenti riguardano quote di minoranza in società con un fatturato compreso tra € 10 mln ed € 250 mln (nel caso di fusioni fra piccole e medie imprese con meno di € 10 mln di fatturato viene presa a riferimento la società di nuova costituzione). Le imprese devono anche avere solidità patrimoniale, una redditività adeguata e, soprattutto, un elevato potenziale di creazione di valore.

Gli investimenti sono destinati a imprese operanti nei settori dell'industria, del commercio e dei servizi. Particolare attenzione viene data alle imprese che:

- > presentano prospettive di sviluppo, a livello sia nazionale sia internazionale;
- > intendono intraprendere concreti progetti di aggregazione finalizzati al rafforzamento sul mercato nazionale e/o internazionale;
- > utilizzano tecnologie e processi avanzati e innovativi, e investono in ricerca e sviluppo;
- > sono a conduzione familiare;
- > hanno un management efficiente e di elevata esperienza e professionalità.

Al contrario, il fondo non investe in:

- > società quotate in un'ottica speculativa;
- > società di nuova costituzione ("start-up");
- > società immobiliari;
- > imprese in stato di crisi.

FII ha un Consiglio di Amministrazione con compiti strategici e di monitoraggio, che determina gli obiettivi e le politiche di investimento e ne controlla la concreta attuazione. Ha anche un consiglio sindacale e diversi comitati, tra cui un comitato investimenti e un comitato per la gestione dei conflitti di interesse.

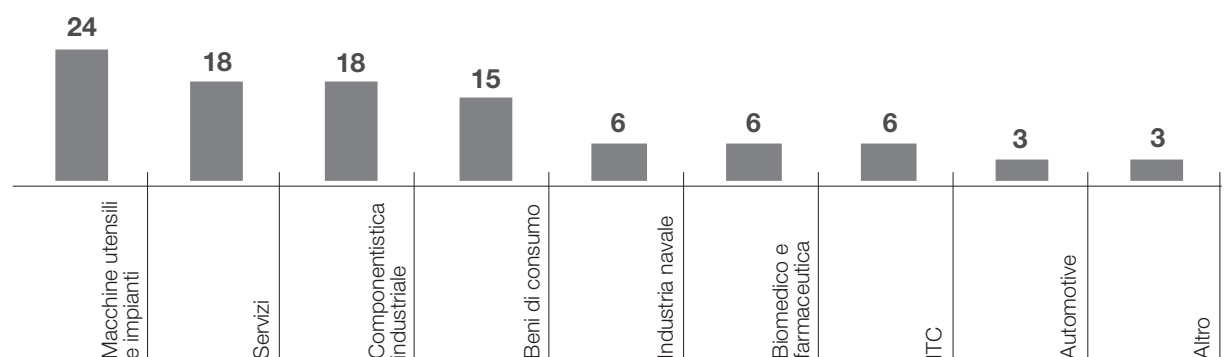
Per quanto riguarda gli investimenti indiretti, il fondo agisce come un fondo di fondi, investendo in fondi o istituti finanziari che finanziano le PMI, in particolare in Italia. In questo caso, l'investimento non può superare il 50% dell'impegno totale di ciascun fondo.

A giugno 2013, il fondo deteneva 29 partecipazioni dirette e 14 indirette. Considerati gli investimenti fino ad allora approvati, gli investimenti diretti ammontavano a € 312,5 mln, quelli indiretti a € 340,0 mln, per un importo complessivo di € 652,5 mln.

In due anni e mezzo (dall'inizio del 2011 fino a giugno 2013) il fondo ha vagliato 1350 richieste di investimenti diretti. Di queste, 1.103 sono state ritenute non in linea con i requisiti e gli obiettivi, 137 sono sospese, in attesa di ulteriori di informazioni, 78 sono state analizzate e le restanti 32 già finanziate.

Nel complesso, le imprese che hanno beneficiato degli investimenti occupano 10.000 dipendenti, fatturano € 1.800 mln e hanno un'incidenza media delle esportazioni sul fatturato del 45% (50% escludendo le società tradizionalmente orientate ai mercati nazionali).

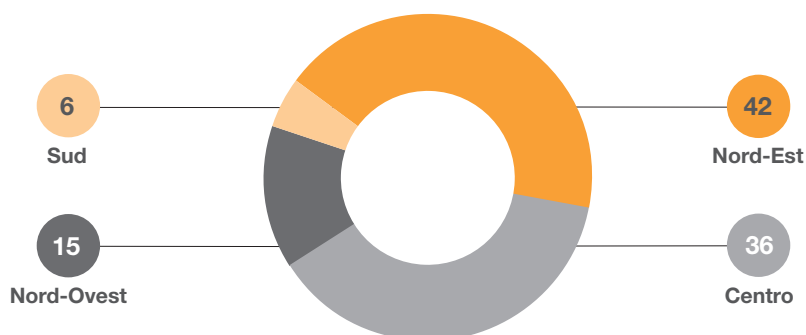
**Grafico 33** – Distribuzione degli investimenti di FII per settore, 2013 (%)



Fonte: FII, 2013

Dal punto di vista settoriale (Grafico 33), FII ha investito nei settori delle macchine utensili e degli impianti (8 imprese - 24%), dei servizi (6 imprese - 18%), della componentistica industriale (6 imprese - 18%), dei beni di consumo (5 imprese - 15%), dell'industria navale (2 imprese - 6%), del biomedico e farmaceutica (2 imprese - 6%), dell'ITC (2 imprese - 6%), dell'automotive (1 impresa - 3%) e in altri settori (1 impresa - 3%).

Grafico 34 – Distribuzione degli investimenti di FII per area geografica, 2013 (%)



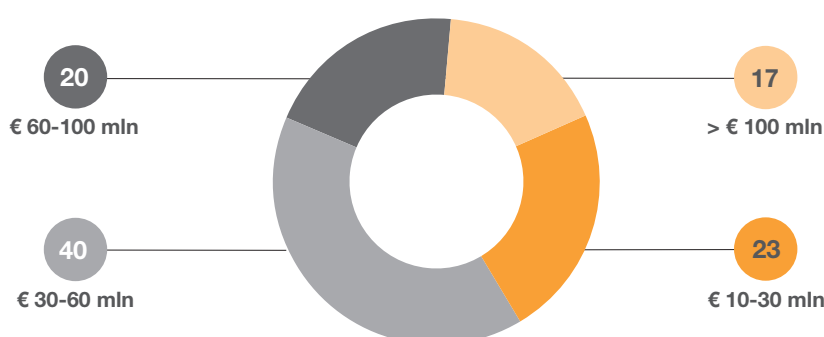
Fonte: FII, 2013

Il Grafico 34 riporta la distribuzione territoriale degli investimenti di FII. In particolare, 14 aziende (42%) si trovano nel Nord-Est, 12 (36%) nel Centro, tre (14%), 5 (15%) nel Nord-Ovest e 2 (6%) al Sud.

Gli investimenti diretti vanno da € 3 mln a € 20 mln, con una media di € 9,2 mln.

Il 40% delle imprese finanziate ha un fatturato compreso tra gli € 30 mln e € 60 mln, il 23% tra gli € 10 mln e € 30 mln, il 20% tra gli € 60 mln e € 100 mln e il restante 17% oltre gli € 100 mln (Grafico 35).

Grafico 35 – Imprese finanziate da FII per classe di fatturato, 2013 (%)



Fonte: FII, 2013

In Tabella 14, gli investimenti diretti di FII a giugno 2013.

Per quanto riguarda gli investimenti indiretti, il fondo investe in fondi con politica di investimento e di gestione dei rischi simile alla propria.

A giugno 2013, il fondo aveva analizzato oltre 100 opportunità di investimento indiretto, di cui 17 approvate, per un totale di € 340 mln. Dei 14 fondi finanziati, 10 hanno un focus geografico sull'intero territorio nazionale, mentre gli altri 4 sono di carattere regionale.

Partecipazioni  
detenute

Tabella 14 – Investimenti diretti di FIL, giugno 2013

Impresa	Sede	Attività	Strategie di crescita	Quota (%)	Fatturato 2012 (€ mln)	Dipendenti 2012	Invest. FIL (€ mln)
Arioli SpA	Gerenzano (VA)	Produzione macchinari per il finissaggio tessile	Acquisizioni	32,7	44,3	202	5,7
Comecer SpA	Castel Bolognese (RA)	Medicina nucleare	Integrazione gamma prodotti	32,9	47,2	273	7,5
BAT SpA	Noventa di Piave (VE)	Produzione e distribuzione tende da sole	Sviluppo tecnologico e aggregazione industriale	21,6	59,5	395	6,7
Geico-Lender SpA	Montesilvano (PE)	Facility management	Aggregazione e sviluppo territoriale	12,1	33,1	254	3,0
Cartour SpA	Messina	Autotraghettamento mezzi commerciali	Ampliamento servizi offerti e parco navi	25,4	56,7	119	17,5
Eco Eridania SpA	Arenzano (GE)	Raccolta e smaltimento rifiuti	Aggregazioni e sviluppo nuovi impianti	32,2	25,1	331	12,3
Sanlorenzo SpA	Ameglia (SP)	Produzione yacht	Acquisizione di cantieri minori e brand	22,4	168,8	171	15,0
TrueStar Group SpA	Milano	Sicurezza e avvolgimento bagagli	Diversificazione dell'offerta	24,9	39,3	382	10,2
Amut SpA	Novara	Produzione impianti per estrusione, riciclaggio e termoformatura	Crescita organica per linee interne	39,8	43,3	162	10,0
DBA Group Srl	Villorba (TV)	Engineering, Project Management, IC&T	Internazionalizzazione	22,8	21,1	236	4,0
IMT SpA	Casalecchio di Reno (BO)	Produzione e commercializzazione di rettificatrici	Consolidamento e aggregazioni	30,3	99,0	350	10,0
Elco SpA	Carsoli (AQ)	Progettazione e produzione di circuiti stampati	Sviluppo tecnologico e aggregazioni	29,8	21,6	330	5,0
La Patria Srl	Modena	Servizi di vigilanza e investigazione	Aggregazioni con aziende del settore	32,4	23,6	238	9,3
Zeis SpA	Montegranaro (FM)	Produzione e commercializzazione di calzature	Crescita organica per linee interne	19,9	123,7	671	20,0
TBS SpA	Trieste	Servizi integrati di manutenzione apparecchiature mediche	Espansione e internazionalizzazione	13,2	216,9	2.288	20,0
Rigoni Srl	Asiago (VI)	Produzione e distribuzione di prodotti alimentari biologici	Consolidamento e internazionalizzazione	35,6	67,6	110	14,0
Sira SpA	Pianoro (BO)	Produzione di terminali per il riscaldamento e pressofusione	Potenziamento capacità produttiva	40,4	69,3	604	12,0
Farmol SpA	Comun Nuovo (BG)	Produzione e riempimento aerosol	Internazionalizzazione	32,9	37,0	200	6,3
ATT Srl	Massa Martana (PG)	Camere termostatiche/climatiche	Ricerca e sviluppo e acquisizioni	35,0	73,0	424	8,0
Labomar Srl	Istrana (TV)	Produzione e distribuzione per conto terzi di prodotti nutraceutici	Integrazioni di filiera ed internazionalizzazione	29,3	19,0	111	3,0
GMM SpA	Seriate (BG)	Produzione di apparecchiature radiologiche	Acquisizioni e sviluppo gamma dei prodotti	28,9	74,6	257	13,0
Emarc SpA	Vinovo (TO)	Fabbricazione di parti e accessori per autoveicoli	Acquisizioni e sviluppo gamma dei prodotti	31,0	121,3	641	10,0
Antares Vision Srl	Castel Mella (BS)	Realizzazione e distribuzione di soluzioni di visione artificiale	Acquisizioni e crescita interna	21,1	11,8	57	5,0
Mape SpA*	Montevoglio (BO)	Produzione di sistemi di trasmissione	Acquisizioni e sviluppo gamma dei prodotti	30,1	70,8	411	10,0
Megadyne SpA	Mathi (TO)	Produzione di cinghie, pulegge e altri prodotti complementari	Crescita organica per linee interne e acquisizioni	13,6	192,8	1.451	20,0
Mesgo SpA	Gorlago (BG)	Produzione di miscele plastiche	Crescita principalmente per linee esterne	32,0	40,9	69	8,0
Tecnam*	Napoli	Fabbricazione di aeromobili	Internazionalizzazione	n.d.	24,5	96	6,5
Turbocoating SpA	Rubbiano di Solignano (PR)	Produzione di componenti per l'indurimento di materiali	Acquisizioni e consolidamento	15,3	49,8	295	10,0
Marsilli SpA	Castelleone (CR)	Progettazione e produzione di macchine per l'avvolgimento	Internazionalizzazione	13,8	52,3	275	10,0
Surgital SpA	Lavezzola (RA)	Produzione di paste alimentari e prodotti farinacei simili	Acquisizioni e crescita interna	15,0	51,3	195	10,6

Fonte: FIL, 2013

Inoltre, il fondo ha stabilito partnership con associazioni imprenditoriali che operano in settori strategici (quali il settore dei macchinari, del turismo, della salute e dell'agro-industria), per ricevere input informativi sulle opportunità di consolidamento nei relativi settori. Il fondo ha inoltre firmato accordi:

- > con il Fondo europeo per gli investimenti (FEI), per sostenere la capitalizzazione delle PMI, finanziando fondi di venture capital dedicati alla crescita delle imprese. Il Fondo di Investimento Italiano e il FEI si sono impegnati a sottoscrivere € 100 mln ciascuno, per un totale di € 200 mln;
- > con ISMEA (ente pubblico che fornisce servizi finanziari al mercato agro-alimentare), per l'avvio di una collaborazione sistematica finalizzata all'identificazione, valutazione e co-investimento in società operanti nel mercato agricolo e alimentare;
- > con Simest, Sace e Borsa Italiana, per lo sviluppo di sinergie che agevolino i processi di internazionalizzazione delle PMI e accrescano le opportunità di accesso al mercato borsistico.



# 04 Equity per le infrastrutture

Crescente domanda per infrastrutture a livello globale

Nei prossimi decenni, la domanda globale di capitali per il finanziamento di nuove infrastrutture sarà molto elevata<sup>36</sup>. Secondo stime OCSE, tra il 2010 e il 2030 il fabbisogno di investimenti per infrastrutture stradali, idriche, energetiche, aeroportuali, di telecomunicazione e ferroviarie sarà di US\$ 50 mila mld nei soli Paesi aderenti<sup>37</sup>. I mercati nazionali e/o regionali dovranno quindi competere fra loro per attirare investitori globali. Ovviamente, i Paesi e le aree regionali che sapranno offrire condizioni e strumenti finanziari migliori avranno un vantaggio competitivo sugli altri.

Anche se le infrastrutture pongono diverse sfide alle amministrazioni pubbliche e ai costruttori, nessuna di queste è più urgente e complessa di quella relativa al reperimento dei finanziamenti.

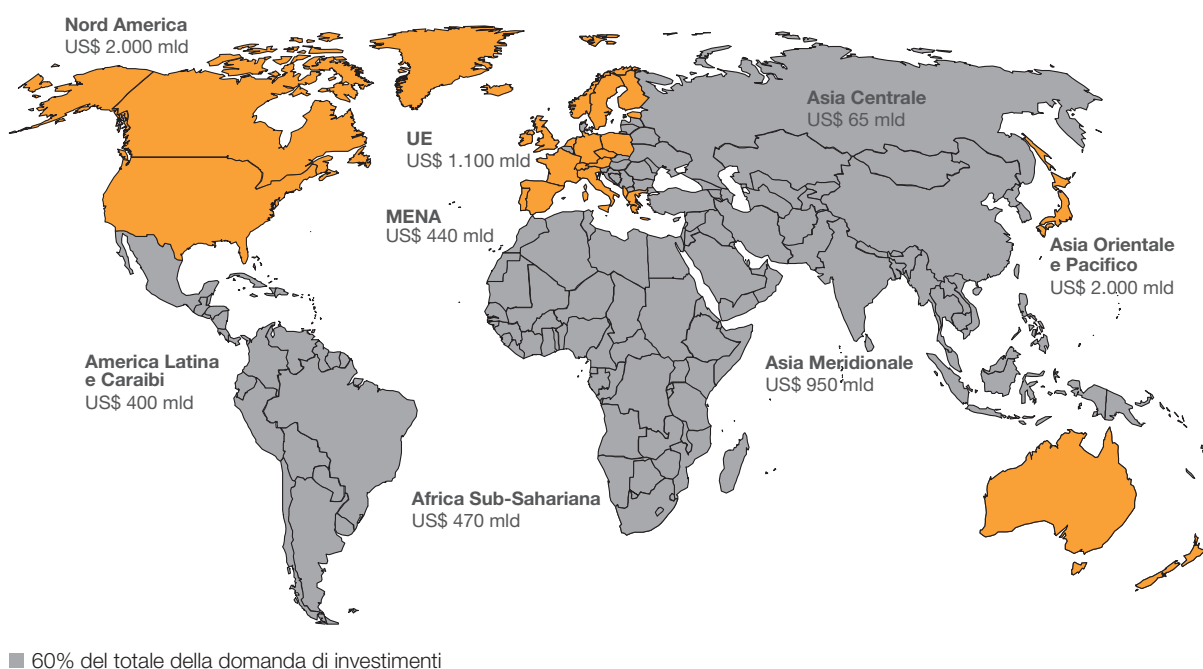
Nel finanziamento di progetti infrastrutturali, l'apporto di equity risulta fondamentale al fine di riequilibrare la struttura finanziaria dei progetti in modo da incrementare la sostenibilità del debito e pertanto favorirne in ultima analisi la bancabilità. La necessità di equity per le infrastrutture non è, quindi, esclusivamente riconducibile all'attuale condizione congiunturale, bensì rappresenta a tutti gli effetti una *conditio sine qua non* per la realizzazione degli investimenti.

In questo campo, un ruolo chiave sarà svolto dalla finanza di progetto (c.d. project financing)<sup>38</sup>, la cui domanda a livello globale è destinata a crescere a tassi molto elevati nel prossimo futuro. Negli anni recenti, i volumi degli strumenti di debito emessi per finanziare progetti sono cresciuti a un ritmo del 15% annuo, fino ad arrivare a US\$ 350 mld nel 2012.

Il ruolo dell'equity per il finanziamento delle infrastrutture

84

Figura 22 – Domanda globale di infrastrutture



(36) Per una panoramica sulle prospettive di lungo periodo del finanziamento delle infrastrutture si veda Bassanini e Reviglio (2011).

(37) Cfr. OCSE (2011).

(38) Bassanini e Reviglio (2013).

Considerando la continua crescita della popolazione mondiale, l'industrializzazione dei Paesi emergenti e l'esigenza per i Paesi sviluppati di adeguare la propria dotazione infrastrutturale obsoleta, è chiaro che il fabbisogno di finanza di progetto continuerà a crescere.

A fronte di una domanda di investimenti a lungo termine in forte crescita, è probabile che l'offerta di risparmio non sarà in grado di tenere il passo. Ciò implicherà necessariamente un aumento del costo del capitale e della concorrenza sui mercati finanziari globali al fine di attirare il risparmio privato necessario a finanziare gli investimenti<sup>39</sup>.

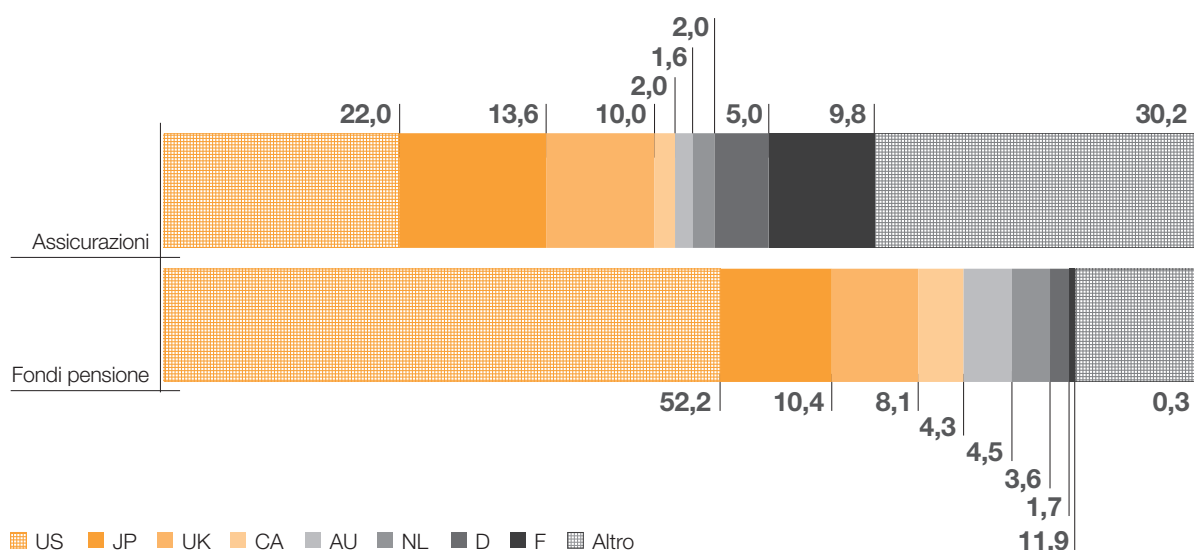
La Figura 22 presenta alcune stime di mercato sul fabbisogno di infrastrutture nel mondo nei prossimi cinque anni, pari a US\$ 7.500 mld, il 40% dei quali concentrato nel Nord America e nei Paesi UE. Una quota considerevole della domanda globale proverrà dalla UE. Secondo le stime della Commissione Europea il fabbisogno di investimenti in infrastrutture ammonta a circa € 2.000 mld entro il 2020, di cui: fino a € 270 mld per colmare il digital divide e per la realizzazione delle reti di nuova generazione (NGN); circa € 1.000 mld in materia di energia, di cui € 200 mld nelle reti trans-europee del gas e dell'elettricità (TEN-E); circa € 500 miliardi nelle reti TEN-T.

Secondo fonti di mercato, fra gli investitori istituzionali globali esiste una crescente domanda potenziale di investimenti diretti in iniziative di finanza di progetto rivolte ai settori infrastrutturali della zona UE. Mentre il settore bancario europeo attraversa una fase di deleveraging, che limita le sue capacità di finanziamento a lungo termine, si sta invece rafforzando il ruolo dei mercati di capitali con l'offerta di prodotti di equity e di debito (project bonds, obbligazioni bancarie, cartolarizzazione di prestiti a lungo termine ecc.), in risposta a una domanda proveniente principalmente da investitori istituzionali quali, *in primis*, i fondi pensione e le assicurazioni sulla vita, ma anche fondi comuni di investimento e fondi sovrani. In questo contesto, è chiaro come la necessità più urgente sia di definire un indirizzo che faccia confluire queste risorse nel mercato infrastrutturale in modi che soddisfino investitori, committenti e utilizzatori finali delle infrastrutture. Considerata la limitata capacità del sistema bancario europeo di agire dal lato del debito della finanza di progetto, è necessario accrescere e facilitare l'accesso di nuovi player in questo ambito.

A livello globale il patrimonio gestito dagli investitori istituzionali - operatori che potrebbero aumentare la propria esposizione al finanziamento di infrastrutture - ammonta a quasi US\$ 100 mila mld.

L'83% degli attivi dei fondi pensione e il 69% di quelli delle assicurazioni risultano essere investiti al di fuori dell'UE. Il problema è quindi creare soluzioni che consentano all'Europa di accedere a tali risorse.

Grafico 36 – Distribuzione regionale degli attivi di fondi pensione e assicurativi a livello globale 2012 (%)



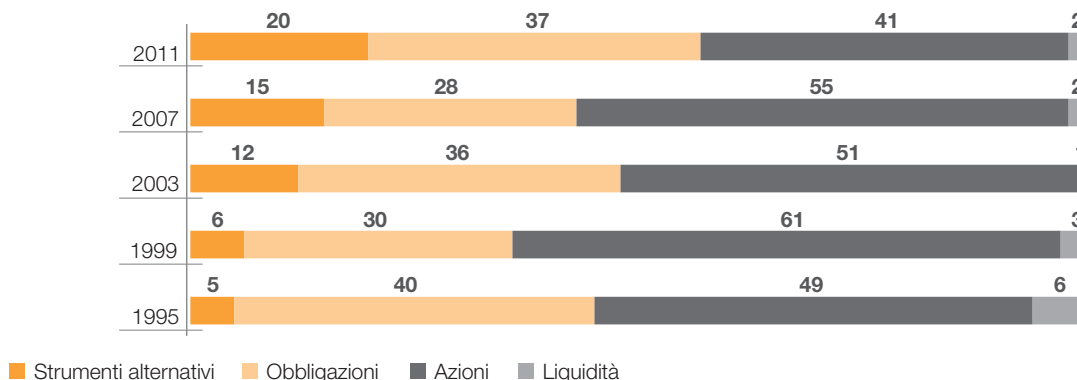
Fonte: HSBC, 2012

(39) McKinsey Global Institute (2010).

**L'Europa attira il 46% degli investimenti in infrastrutture**

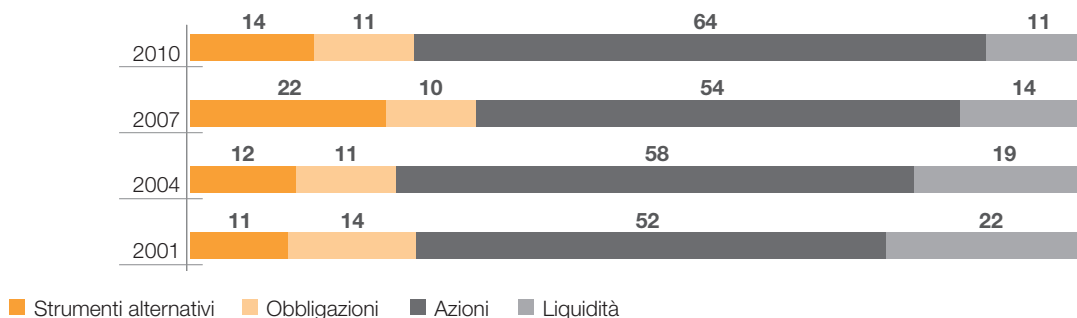
Dal punto di vista delle classi di attivi, le infrastrutture si collocano fra i cosiddetti "investimenti alternativi" all'interno dei quali rappresentano il 6% del totale, in aumento del 33% nel terzo trimestre del 2012 rispetto all'anno precedente. L'Europa attira il 46% degli investimenti in infrastrutture a livello globale. La maggior parte degli investimenti infrastrutturali sono sotto forma di "unlisted equity".

**Grafico 37** – Asset allocation dei fondi pensione a livello globale, 2012 (%)



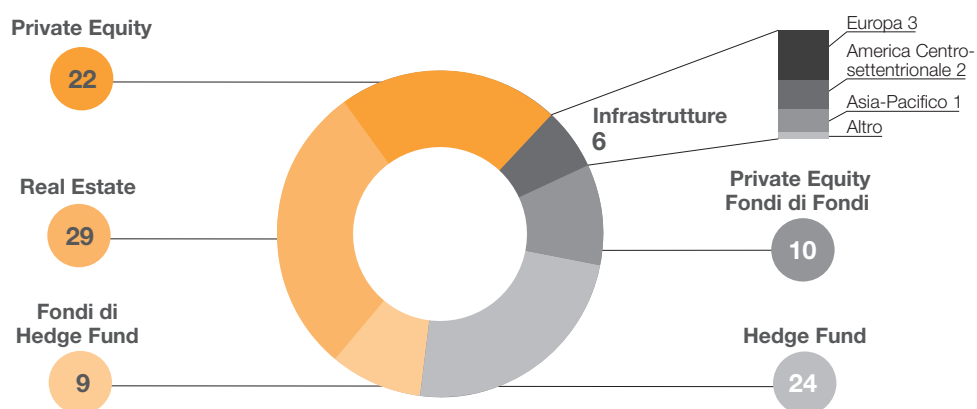
Fonte: HSBC, 2012

**Grafico 38** – Asset allocation dei fondi pensione e delle assicurazioni a livello globale, 2012 (%)



Fonte: HSBC, 2012

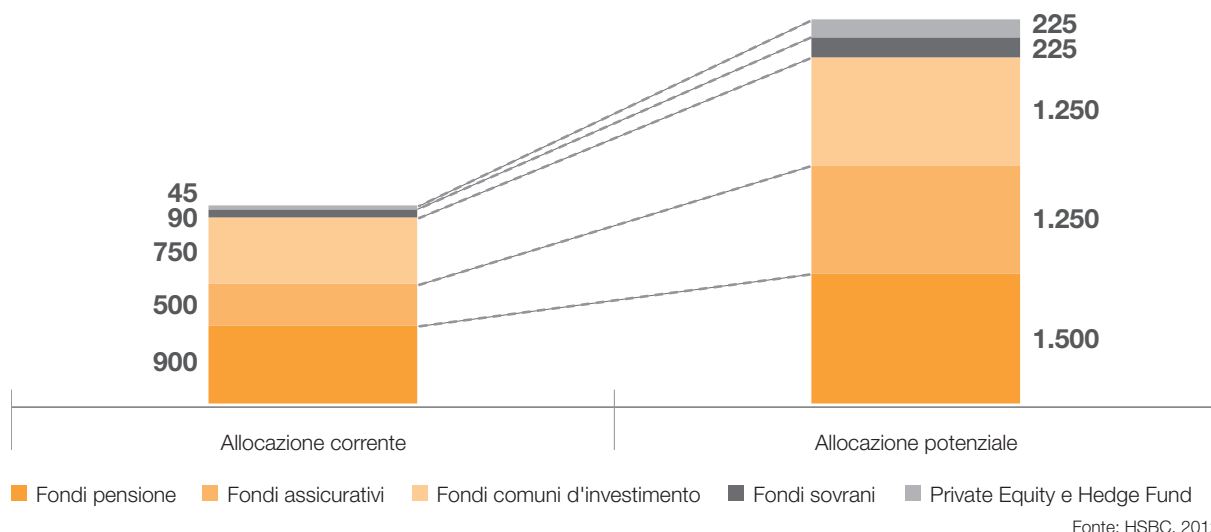
**Grafico 39** – Le infrastrutture negli investimenti alternativi (%)



Fonte: HSBC, 2012

Secondo una recente ricerca di HSBC, nei prossimi anni, incentivando una maggiore allocazione da parte degli investitori istituzionali in investimenti in infrastrutture, passando per esempio dall'attuale 3% anche solo al 5% del totale AuM, si potrebbero reperire ulteriori risorse per circa US\$ 2,2 mila mld (dagli attuali US\$ 2,3 mila mld a US\$ 4,5 mila mld).

Grafico 40 – Allocazione corrente e potenziale degli investimenti in infrastrutture a livello globale (US\$ mld)



Attualmente, attirare gli investimenti diretti in capitale di rischio dei grandi investitori istituzionali si è rivelato difficile. Come indicato in precedenza, le potenzialità sono ingenti, ma stimolare l'interesse dei grandi investitori per questa classe di attivi richiederà ulteriori iniziative regolamentari e modifiche nei modelli di gestione del rischio da parte degli investitori istituzionali. Una soluzione che sembra ricevere l'interesse dei grandi investitori è rappresentata da iniziative di coinvestimento in progetti finanziati da fondi infrastrutturali. Quando un fondo pensione o un'assicurazione investono in un progetto insieme a un fondo, gli investitori istituzionali accettano facilmente di affidarsi al gestore del fondo (e alla sua reputazione) senza richiedere ulteriori livelli di governo societario. D'altra parte, l'eventuale co-partecipazione alla governance dell'iniziativa può essere un modo per migliorare il profilo di liquidità dell'investitore istituzionale, consentendogli di gestirne l'esito e mantenere il valore della partecipazione nonostante il disinvestimento degli altri co-investitori. Partecipando agli organi di comando, gli investitori istituzionali condividono la responsabilità e sono messi in grado di imporre, quando necessario, il rispetto delle loro esigenze di governance<sup>40</sup>.

#### 04.1 | Il ruolo degli incentivi

I Governi sono sempre più consapevoli della necessità di creare incentivi di varia natura per promuovere lo sviluppo delle infrastrutture attraendo investitori privati. La disponibilità di diversi modelli di finanziamento li costringe, tuttavia, a concentrarsi più che in passato sull'individuazione del *mix* di incentivi e indirizzi che meglio risponda alle situazioni specifiche.

Se desiderano adempiere ai propri obblighi in campo infrastrutturale, i Governi dovranno intervenire più attivamente sul mercato per catalizzare l'ingresso di capitali del settore privato nel finanziamento delle infrastrutture. Alcuni potranno decidere di limitarsi a offrire contributi pubblici a settori di mercato che faticano a raggiungere una dinamica adeguata o sono considerati antieconomici nel breve termine.

Altri strumenti analoghi sono le sovvenzioni pubbliche, le garanzie tariffarie o di volume, gli incentivi o le detrazioni fiscali. Sarà inoltre necessario dedicare una particolare attenzione alla creazione di condizioni favorevoli agli investimenti del settore privato, sviluppando per esempio le capacità di pianificazione centralizzate, la standardizzazione dei contratti, l'industrializzazione dei processi (soprattutto per le opere di minore dimensione) e la possibilità di raccogliere (*bundle*) diverse opere minori in un unico strumento finanziario. Queste tendenze si stanno già manifestando in Europa.

Molti Governi cercano con maggiore attenzione, nuovi modi per coprire i crescenti costi delle infrastrutture, senza mettere a rischio i conti pubblici.

(40) Su questi temi si veda F. Bassanini e E. Reviglio (2013).

Iniziativa  
a livello  
europeo  
per attrarre  
investimenti  
in infrastrutture

A livello della UE, sono già state avviate diverse iniziative per accrescere l'attrattiva degli investimenti in infrastrutture sui mercati degli investitori europei e globali. È tuttavia necessario fare di più nel prossimo futuro.

Misure più incisive dovranno essere avviate nelle seguenti direzioni: (1) ri-calibrazione dell'assetto regolamentare prudenziale, (2) nuovi strumenti finanziari UE a lungo termine (3) riduzione del rischio non regolamentare (4) introduzione di incentivi fiscali e di altri incentivi regolamentari.

La necessità  
di modificare  
il quadro  
regolamentare  
e prudenziale

In primo luogo, per dare un forte impulso agli investimenti in infrastrutture è necessario riformulare l'assetto regolamentare (Basilea III - CRD IV, Solvency II), che attualmente penalizza gli investimenti a lungo termine. Non si tratta di assumere un orientamento meno rigoroso ai fini della stabilità finanziaria, ma piuttosto di trovare adeguate soluzioni di fine-tuning che assicurino la stabilità finanziaria, contribuendo nel contempo al finanziamento della crescita economica, senza la quale la stessa stabilità finanziaria si troverà complessivamente messa a repentaglio.

Purtroppo, nonostante esista già da tempo un ampio consenso (tra esperti, studiosi, banchieri e politici) in merito alla necessità di un nuovo assetto regolamentare e di nuovi strumenti favorevoli agli investimenti a lungo termine, la sensazione è che le autorità di regolamentazione internazionali ed europee siano ancora prigioniere di un indirizzo culturalmente pro-ciclico e di breve termine<sup>41</sup>.

Sviluppare  
nuovi strumenti  
finanziari

Fondamentale inoltre che i nuovi Fondi infrastrutturali Marguerite e InfraMed, approvati dalla UE e ben accolti dal mercato, siano utilizzati come prototipi per una serie di Fondi a lungo termine per le infrastrutture e/o altri settori, quali l'innovazione e le PMI ad elevata crescita e media capitalizzazione, venture capital, servizi di pubblica utilità, sviluppo urbano, salute ecc. L'uscita da una crisi richiede sempre l'impiego di capitale di rischio di lungo termine per stimolare gli investimenti nell'economia.

Stabilità  
del quadro  
normativo  
e politico

Gli Stati membri della UE dovranno anche mirare a dotarsi di un assetto regolamentare e politico stabile e positivo, caratterizzato da costi normativi e burocratici ragionevolmente contenuti, di un sistema giuridico affidabile e un'amministrazione efficiente e tecnologicamente qualificata. Tale obiettivo riguarda tutti i Paesi, in particolare quelli alla periferia dell'Unione.

88

Incentivi  
fiscali

Infine, gli Stati membri della UE dovranno sostenere la finanza di progetto e le partnership pubblico/privato (PPP) con incentivi fiscali che, aumentando l'attrattiva di tali iniziative, possano promuovere obiettivi di crescita e risanamento.

In una situazione in cui i Paesi di tutto il mondo hanno difficoltà a trovare risorse pubbliche per gli investimenti infrastrutturali, le agevolazioni fiscali e le sovvenzioni possono rappresentare uno strumento molto efficace per catalizzare gli investimenti del settore privato.

Fra le principali sfide che si pongono ai responsabili delle politiche economiche vi è la necessità di trovare un equilibrio fra le pressioni politiche ed economiche di breve termine e gli obiettivi di lungo termine. L'infrastruttura è, nel complesso, un investimento di lungo periodo: la pianificazione, attuazione e completamento dei lavori richiedono in genere tempi lunghi e gli utili finali del progetto possono spesso dipendere da flussi di cassa ripartiti su molti decenni. Di conseguenza, gli investitori hanno bisogno di stabilità e certezza.

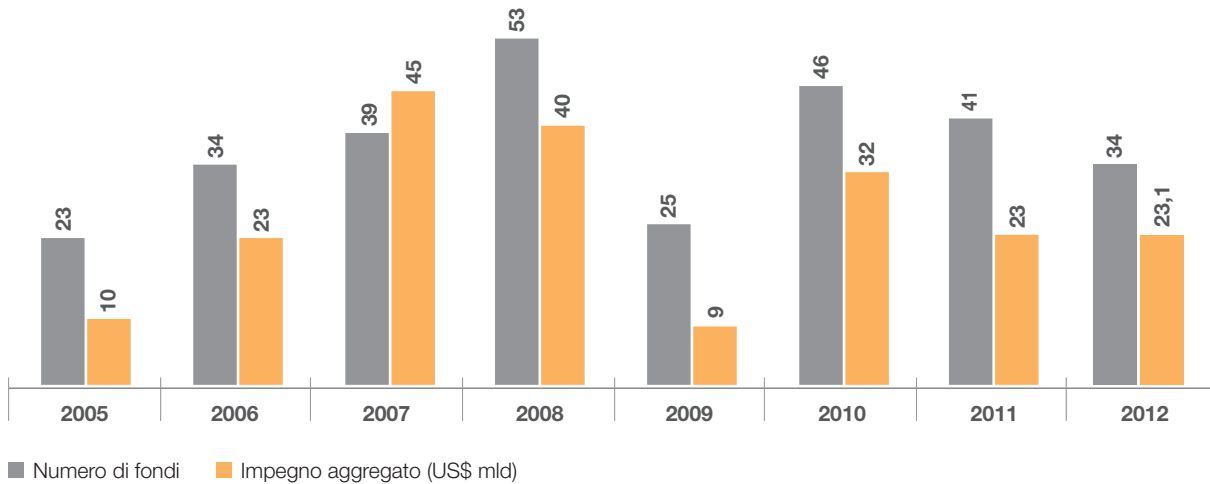
È indubbio che le banche continueranno a svolgere un ruolo importante in questo mercato in termini di finanziamenti; tuttavia, è necessario che i Governi di tutto il mondo valutino con molta attenzione quali rischi intendono trasferire al settore privato e come sono reperiti i finanziamenti. Vanno inoltre esaminate le diverse fonti di capitale e identificati differenti modelli per diverse classi di attivi, creando partenariati pubblico/privato sostenibili, efficienti e ottimali per il finanziamento delle diverse infrastrutture.

## 04.2 | I fondi infrastrutturali

I fondi infrastrutturali, dopo una fase di forte rallentamento a seguito della crisi, sono tornati a crescere. Negli ultimi anni la raccolta di capitale di rischio ha raggiunto e superato i livelli registrati prima della crisi. Secondo le stime Preqin (2013), la raccolta annua dei fondi infrastrutturali non quotati nel 2011 e 2012 è stata in entrambi gli anni pari a US\$ 23 mld, in significativo aumento rispetto al minimo (relativo) registrato nel 2009 (circa US\$ 9 mld) ed in linea con la media degli ultimi 8 anni (US\$ 25 mld).

(41) De Larosiére (2009), Monti (2010).

Grafico 41 – Raccolta annua dei fondi infrastrutturali non quotati, 2005 - 2012



Fonte: Preqin, 2013

Tuttavia, il settore registra anche una serie di cambiamenti e nuove tendenze che stanno alterando i fondamentali del modello tradizionale di fondo infrastrutturale. Alcuni di questi cambiamenti sono riconducibili alla crisi finanziaria globale e alle sfide collegate ai debiti sovrani in Europa. Non meno importante tuttavia è la presenza di investitori più attivi e influenti che esigono di ricevere più valore dai loro investimenti in infrastrutture. In questa nuova fase, si assiste inoltre ad un aumento di liquidità sui mercati finanziari globali alla ricerca di impieghi più sicuri e di lungo periodo e il forte interesse dei fondi pensione, dei fondi assicurativi e di altri investitori di lungo periodo per gli investimenti in infrastrutture.

Dall'inizio del 2000 fino al 2008, i fondi e le risorse per le infrastrutture sono aumentati sensibilmente; la crescita è ricominciata, dopo un anno di stallo, nel 2010. E nonostante le nuove difficoltà incontrate dalla raccolta di fondi all'inizio del 2011 è interessante notare come gran parte dei capitali raccolti dai fondi chiusi in tale anno fosse capitale fresco, impegnato dopo la crisi finanziaria, a riprova di una continua disponibilità degli investitori a impiegare nuove risorse in tali fondi<sup>42</sup>.

Nel 2012 i primi cinque fondi infrastrutturali hanno raccolto quasi US\$ 13 mld, oltre la metà dei capitali raccolti durante l'anno.

Grafico 42 – Principali fondi infrastrutturali chiusi nel 2012

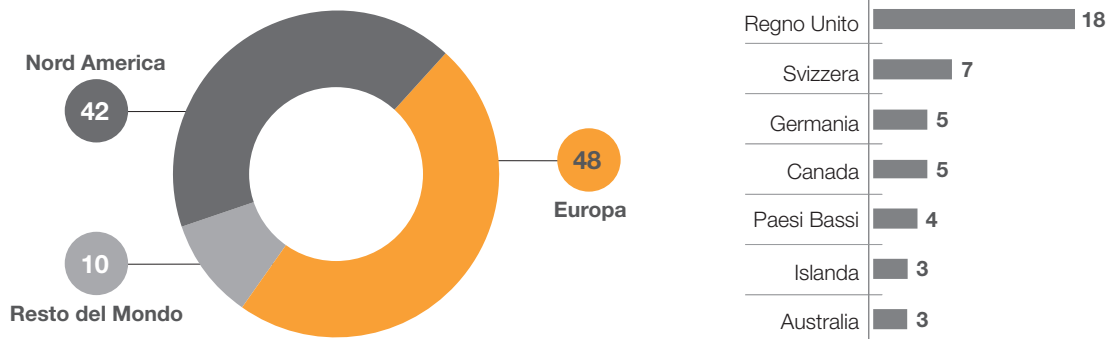
Fondo	Dimensione (US\$ mln)	Sede
Global Infrastructure Partners II	5.000	Stati Uniti
Highstar Capital Fund IV	3.500	Stati Uniti
EnCap Flatrock Midstream Fund II	1.786	Stati Uniti
Carlyle Energy Mezzanine Opportunities Fund	1.380	Stati Uniti
Meridiam Infrastructure Europe II	950	Francia

Fonte: Preqin, 2013

(42) Cfr. Preqin (2012).

Dal punto di vista della posizione geografica, gli investitori provengono principalmente dall'Europa e dal Nord America.

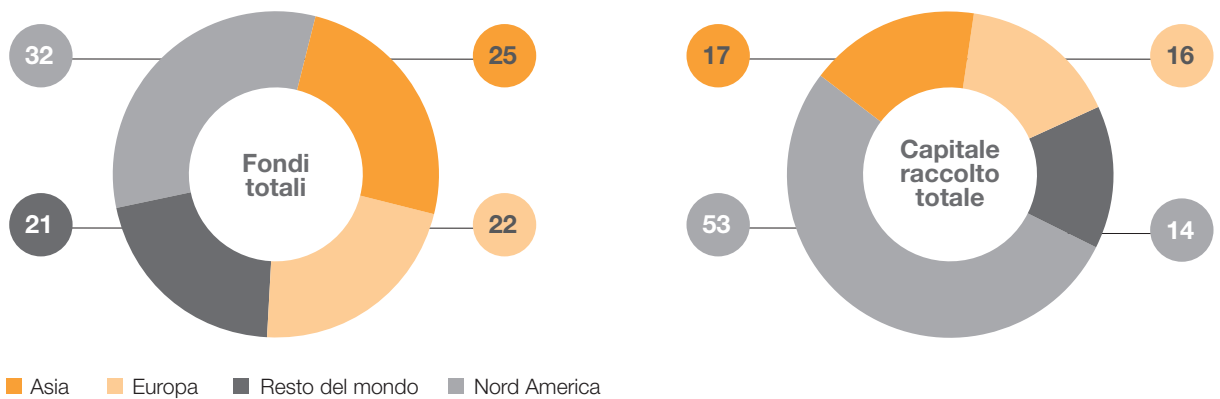
Grafico 43 – Investitori nelle infrastrutture per area geografica, 2012 (%)



Fonte: Preqin, 2013

Grafico 44 – Veicoli di investimento per area geografica (%)

90



Fonte: Preqin, 2013

**Investimenti crescenti nelle Economie emergenti**

Diversi sono i cambiamenti e le nuove tendenze che si evidenziano nel mercato dei fondi infrastrutturali. Per esempio, la maggior parte dei fondi inizia a orientarsi in modo quasi esclusivo verso investimenti in infrastrutture di base (quali i servizi di pubblica utilità o di trasporto, regolamentati).

Una crescente attività interessa anche gli investimenti nei mercati in via di sviluppo ed emergenti, come dimostrano i sempre più numerosi fondi focalizzati sull'Asia, e in particolare la Cina e l'India. Numerose evidenze indicano inoltre come tale tendenza si stia estendendo anche ad altri mercati emergenti. In America Latina, la crescente maturità nelle strutture PPP sta producendo un importante mercato secondario in Paesi come il Cile e il Brasile, che iniziano ad attirare l'attenzione dei gestori di fondi, mentre Perù e Colombia sembrano pronti a seguire a ruota<sup>43</sup>.

L'interesse per i mercati emergenti, peraltro, è riconducibile anche ai timori degli investitori circa la crisi del debito in atto nell'Area Euro, con le conseguenti incertezze in termini di rischio Paese e rischio di cambio.

(43) KPMG (2012).

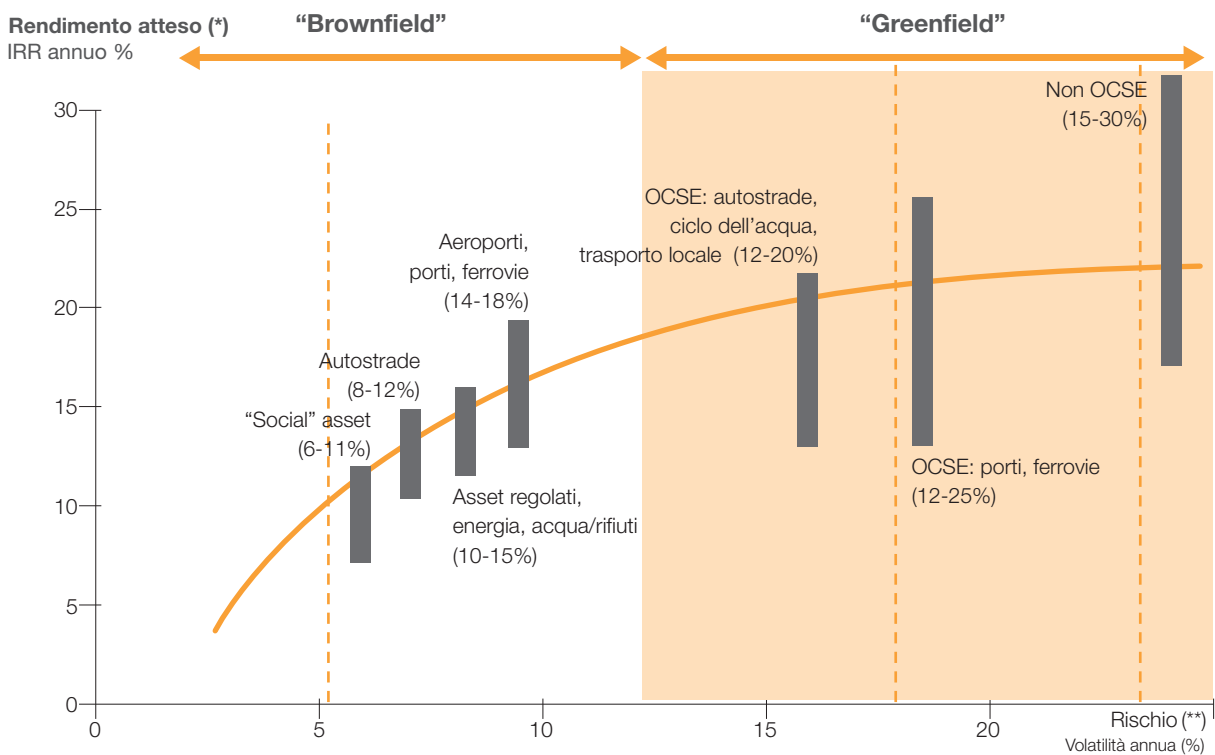
Per quanto concerne invece il modello del “fondo gestito”, con due terzi circa dei sottoscrittori di quote o limited partners che indicano l'intenzione di continuare a investire in fondi infrastrutturali non quotati, questo non sembra destinato a scomparire in tempi brevi, lasciando presagire un solido futuro per la crescita e lo sviluppo di nuovi fondi, in particolare se avviati da manager che hanno già avuto altre esperienze nel settore<sup>44</sup>. Chiaramente, le infrastrutture stanno consolidando la propria posizione come asset class a sé ed è probabile che il ruolo degli investitori in infrastrutture cresca in misura considerevole.

Tendenzialmente i fondi pensione e le assicurazioni, in qualità di investitori diretti, sono meno attratti dagli investimenti greenfield rispetto a quelli brownfield. D'altro canto, l'elevato numero di opportunità brownfield disponibili è sufficiente a impegnare le risorse finanziarie disponibili dei fondi infrastrutturali. Le nuove costruzioni hanno invece un profilo di rischio maggiore e maggiori difficoltà a trovare i necessari finanziamenti.

I fondi pensione tendono in generale a considerare i progetti greenfield con una certa preoccupazione. Questa rappresenta quindi un'area in cui sarebbe utile un maggior dialogo fra Governi e operatori, per capire di quale tipo di strutture ci sia bisogno per consentire ai fondi di fare la loro parte. Alla fine, il dibattito riguarda fondamentalmente la remunerazione del rischio che si è disposti ad assumere (cfr. Figura 23).

Greenfield vs brownfield

Figura 23 – Il trade-off rischio/rendimento



Fonte: CDP su dati McKinsey, 2012

(\*) Basato su migliori attese di levered IRR. (\*\*) Volatilità annua basata sulle performance passate di fondi trattati su mercati pubblici.

Nella Tabella 15 vengono riportati i principali fondi infrastrutturali operanti in Italia.

(44) KPMG (2012).



Tabella 15 – Fondi italiani che investono nelle infrastrutture

Fondo	AuM (€ mln)	Numero di fondi gestiti/ assistiti	Tipologie di operazioni	Focus geografico	Settori d'interesse
F2i	1.852	1	Expansion, Buy Out	Italia	Energia e utility, Infrastrutture, Trasporti e Logistica
Friulia S.p.A.	180	1	All Stages	Friuli Venezia Giulia	Automobili, Biotecnologie, Prodotti chimici, Computer, Beni di consumo, Elettronica, Energia e utility, Cibi e bevande, Salute, Automazione, Prodotti industriali e servizi, Beni di lusso, Manifattura, Trasporti e logistica
Equiter S.p.A.	353	2	All Stages	Italia, Europa	Energia e utility, Infrastrutture
IMI investimenti S.p.A.	241	-	Expansion, Buy Out, Replacement	Italia	
Cooperate S.p.A.	318	13	All Stages	Italia	Agricoltura, Costruzioni, Beni di consumo, Energia e utility, Cibo e bevande, Prodotti industriali e servizi, Manifattura, Retail, Altri servizi
Venice Shipping and Logistic S.p.A.	44	1	All Stages		Trasporti e logistica
Fondamenta SGR	937	15	All Stages		Biotech, Elettronica, Energia e utility, Salute, Automazione
Earchimede S.p.A.	-	-	Expansion, Buy Out, Replacement	Italia	
Hat S.p.A.	-	1	Early Stage, Expansion, Buy Out, Replacement	Italia	
Palladio Finanziaria	2.000	-	Expansion, Buy Out, Replacement, Turnaround	Italia, Europa	
Orizzonte SPR S.p.A.	180	2	All Stages	Italia	ITC, Infrastrutture
GE Capital Interbanca S.p.A.	-				

Fonte: CDP su dati AIFI e di altre fonti pubbliche, 2012

## 04.3 | Fondi infrastrutturali partecipati da CDP

### 04.3.1 Fondo F2i

Il Fondo Italiano per le Infrastrutture ("F2i") è il primo fondo comune di investimento infrastrutturale di tipo chiuso promosso e gestito da F2i SGR. Gli sponsor dell'iniziativa, in qualità di azionisti di F2i e investitori principali del fondo (sottoscrittori di quote A), sono:

- > Banca Intesa Sanpaolo, Gruppo Intesa Sanpaolo;
- > Cassa depositi e prestiti S.p.A. ("CDP");
- > Merrill Lynch Infrastructure Holding S.a.r.l. ("ML"), parte di Bank of America Group;
- > Gruppo UniCredit;
- > alcune fondazioni bancarie italiane<sup>45</sup>;
- > due fondi pensione italiani<sup>46</sup>.

(45) Più precisamente, Fondazione Cariplo, Fondazione Cassa di Risparmio di Torino, Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo, Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, Fondazione Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo, Fondazione Cassa di Risparmio di Forlì, Fondazione Banco di Sardegna, Ente CR Firenze e Compagnia di San Paolo.

(46) Più precisamente, Inarcassa (Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza per gli Ingegneri ed Architetti liberi professionisti) e CIPAG (Cassa Previdenza e Assistenza dei Geometri).

Figura 24 – F2i - Struttura del fondo e sponsorship



Fonte: F2i, 2013

Il Fondo F2i, con i suoi € 1.852 mln a disposizione, è il più grande fondo italiano e il maggiore fondo infrastrutturale focalizzato su un solo Paese. È stato autorizzato dalla Banca d'Italia nell'agosto 2007.

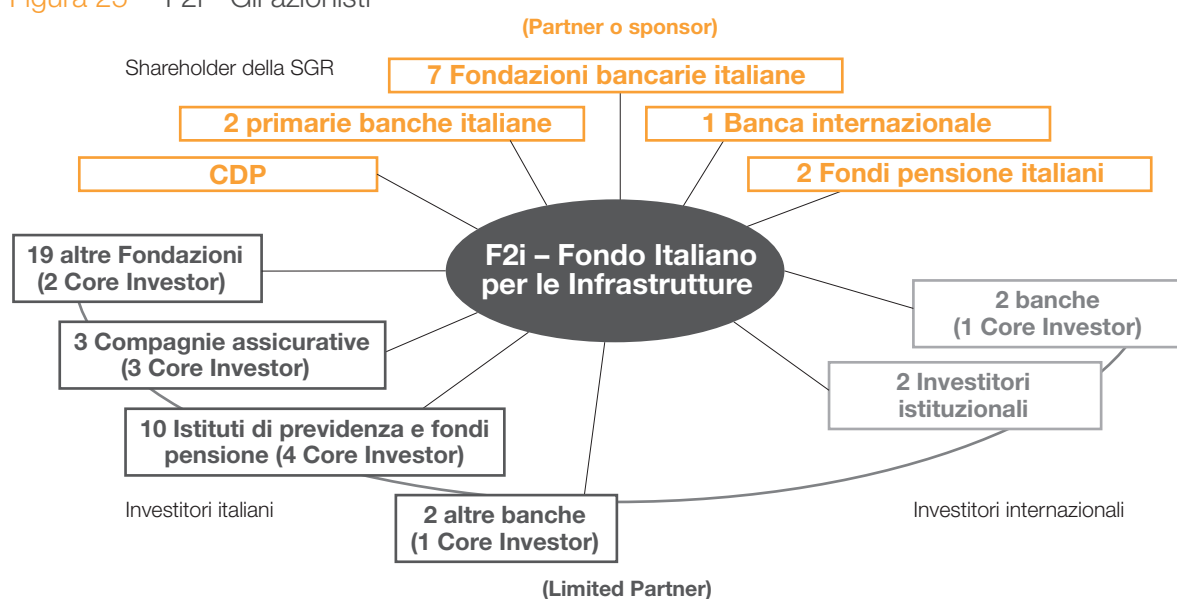
La sua missione è di affermarsi come investitore e partner di lungo periodo nel settore delle infrastrutture in Italia, contando sulle seguenti leve:

- > sponsor: rappresentano primarie istituzioni finanziarie in Italia e forniscono a F2i supporto professionale e finanziario oltre ad un capillare network di relazioni e articolazione territoriale;
- > management: il management team comprende professionisti del settore con qualificate esperienze e competenze industriali e finanziarie.

Il settore infrastrutture in Italia presenta rilevanti opportunità d'investimento, nell'ambito sia di processi di modifica di assetti societari (incluse le privatizzazioni), sia di processi di sviluppo, tenuto conto del rilevante gap infrastrutturale che caratterizza l'Italia rispetto agli altri Paesi europei.

Il fondo si pone come centro di aggregazione e di alleanze con soggetti pubblici e privati che operano nel settore delle infrastrutture nazionali, attraverso la partecipazione a processi di privatizzazione, il consolidamento delle relazioni con enti locali e con imprenditori privati e l'aggregazione di investitori domestici e internazionali.

Figura 25 – F2i - Gli azionisti



Fonte: F2i, 2013

Il successo di F2i è evidenziato da risultati positivi sia dal lato della raccolta sia da quello degli investimenti. Nel raccogliere capitali, F2i è riuscito ad attirare ingenti fondi pubblici e privati, nonostante la grave crisi finanziaria internazionale (grazie anche ad una strategia anti-ciclica e difensiva).

Il fondo ha una durata fino a quindici (+3) anni, con una vita media attesa di 7,5 anni, a fronte di un periodo di investimento di quattro (+2) anni.

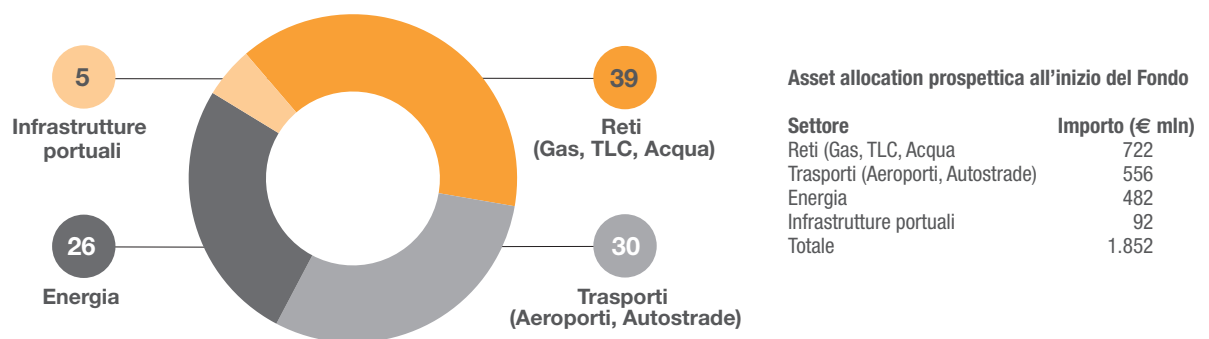
#### Gli investimenti di F2i

L'attività di F2i è disciplinata da specifiche regole di diversificazione, che limitano gli investimenti greenfield a <20% del fondo e gli investimenti in una singola attività a <20% del fondo (<25% con l'autorizzazione dell'Advisory Board del fondo). L'hurdle rate è pari all'8% lordo annuo (in media), mentre l'obiettivo di rendimento effettivo prevede un IRR del 12-15% lordo annuo con dividendo previsto sul periodo di durata del fondo.

Gli investimenti principali di F2i si concentrano su:

- > opportunità nel settore delle infrastrutture italiane:
  - reti di distribuzione del gas;
  - reti idriche;
  - aeroporti;
  - autostrade;
  - energie rinnovabili;
  - TLC;
  - waste to energy;
- > equity o quasi-equity;
- > partecipazioni di maggioranza o di minoranza qualificata.

Figura 26 – F2i - Asset allocation prospettica (%)



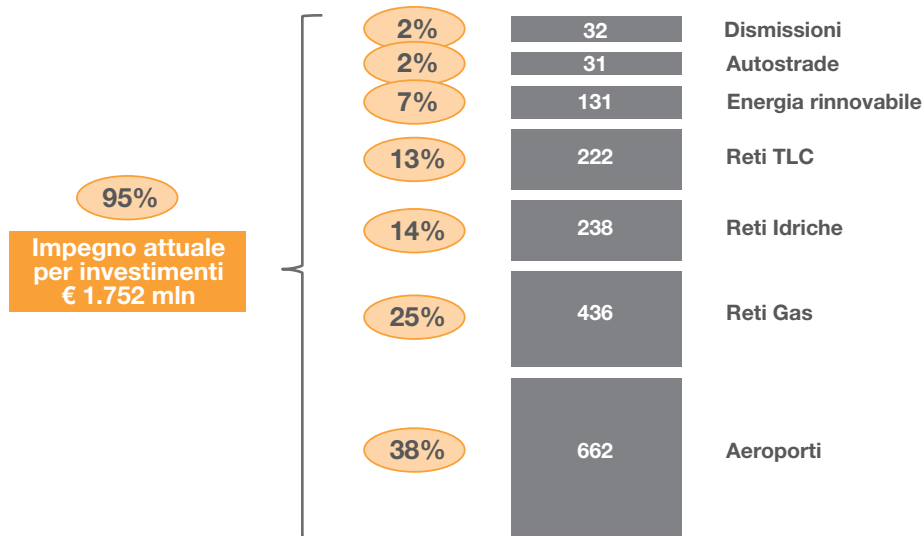
Fonte: F2i, 2013

Dall'avvio dell'attività di investimento, F2i ha definito una strategia di asset allocation sulla base di un ammontare target di investimento per ciascun settore o sotto-settore infrastrutturale. Attualmente, è stata impiegata la maggior parte del fondo (95,46%), con investimenti che, seguendo una logica strategica di "filiera", hanno riguardato:

- > aeroporti;
- > reti gas;
- > TLC (fibra ottica);
- > acqua;
- > energie rinnovabili.

Con lo sviluppo dell'attività d'investimento, l'asset allocation inizialmente ipotizzata (Figura 26) è stata progressivamente adeguata per tener conto dei settori ritenuti maggiormente strategici<sup>47</sup>. In particolare, la strategia d'investimento a "filiera" ha lo scopo di creare "campioni nazionali" in alcuni settori quali gas, acqua, attività aeroportuali, telecomunicazioni. In questa prospettiva, F2i ha progressivamente focalizzato la propria attenzione sul settore delle reti e aeroporti a discapito delle cosiddette infrastrutture "puntuali" (strutture sanitarie, porti commerciali, porti turistici ecc.).

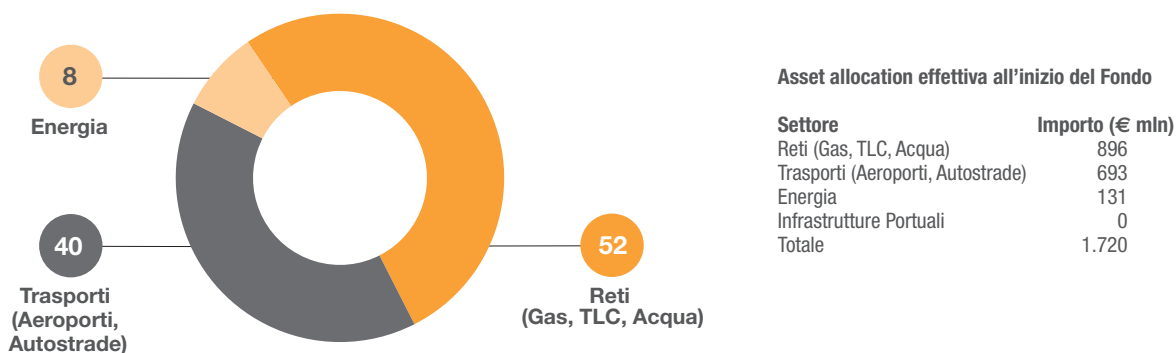
Figura 27 – F2i - investimenti effettuati per settori infratutturali



Fonte: F2i, 2013

Queste modifiche hanno ridotto il peso in portafoglio occupato dal settore dell'energia. Tale riposizionamento è stato dovuto in gran parte agli effetti delle modifiche normative intervenute nel campo delle energie rinnovabili. Nella Figura 28 è riportata la nuova asset allocation per macrosettori.

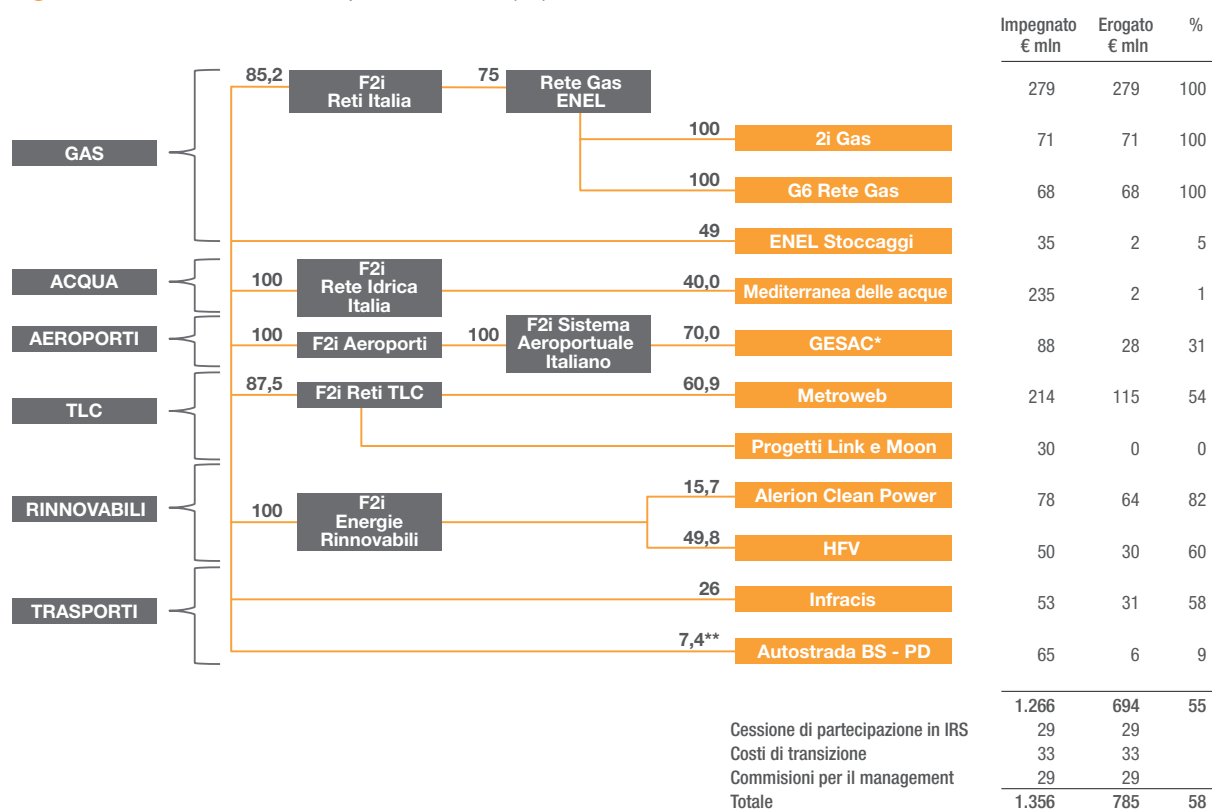
Figura 28 – F2i - Asset allocation effettiva (%)



Fonte: F2i, 2013

(47) Cfr. F2i (2013).

Figura 29 – F2i - Struttura patrimoniale (%)



Fonte: F2i, 2013  
\*Include la partecipazione in Software Design. \*\*Ancora subordinato al diritto di prelazione di altri investitori.

## Gli investimenti di F2i nel settore della fibra ottica

### Il settore di riferimento e la regolamentazione

F2i, attraverso l'acquisizione di Metroweb, ha fatto il suo ingresso nel settore delle infrastrutture per le telecomunicazioni.

Metroweb opera come "dark fiber provider", affittando la propria infrastruttura in fibra ottica agli operatori TLC nazionali (Fastweb, Telecom Italia, Vodafone, Wind, BT ecc.), che la utilizzano per offrire servizi di connettività ultra broad band (velocità > 30 Mbit/sec.) e di telefonia fissa e mobile.

Metroweb



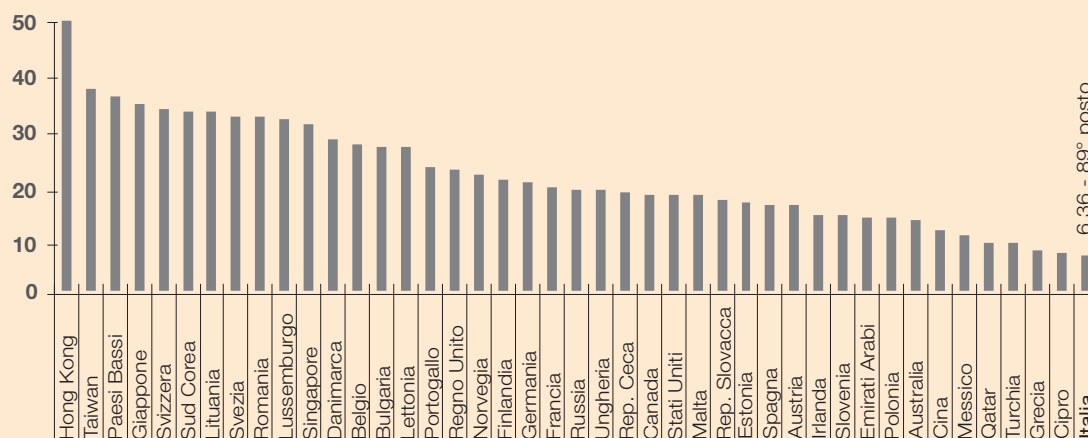
Fonte: F2i, 2013

Metroweb è un operatore indipendente e non verticalmente integrato (non offre cioè servizi retail attivi), pertanto la sua attività non è, a oggi, soggetta a regolamentazione e, di conseguenza, l'accesso alle proprie infrastrutture viene offerto a tutti gli operatori che ne facciano richiesta sulla base di prezzi a mercato.

L'Italia, a confronto con gli altri Paesi europei e del mondo, presenta una situazione di ritardo nello sviluppo e nella diffusione di reti TLC di nuova generazione, occupando - con 6,36 Mbps - l'ottantanovesima posizione per velocità media di download.

Tale situazione risente del ritardo accumulato dal nostro Paese nello sviluppo di nuove infrastrutture TLC (a eccezione del caso isolato di Milano, che beneficia dell'infrastruttura di Metroweb).

Velocità di download effettiva in alcuni Paesi, 15.07.2013 (Mbps)



Fonte: Net Index, 2013

Inoltre, a differenza di altri Paesi (Germania, Paesi Bassi, Francia, Spagna, Regno Unito), l'Italia non può neppure fare leva sull'utilizzo di infrastrutture di rete complementari già capillarmente diffuse sul territorio (rete TV via cavo).

A fronte di tale "gap" infrastrutturale, si prospetta invece una richiesta in forte crescita di banda a elevata capacità e prestazioni, spinta dalla diffusione di nuove applicazioni (video streaming, e-government, entertainment ecc.), che renderà necessario lo sviluppo di una rete NGAN (New Generation Access Network) in fibra ottica su scala nazionale.

Le regole comunitarie (c.d. Agenda Digitale), recepite a livello dei singoli Stati vanno in questa direzione, prevedendo che "entro il 2020, tutti gli europei dovranno avere accesso a Internet a velocità maggiori di 30 Mbp/sec., e non meno del 50% delle famiglie europee dovranno sottoscrivere contratti a velocità maggiori di 100 Mbp/sec."

### L'acquisizione di Metroweb e la nascita del Gruppo Metroweb Italia

Nel giugno 2011, F2i ha acquisito la maggioranza di Metroweb S.p.A. dal fondo inglese Stirling Square Capital Partners. L'acquisizione, in partnership con IMI Investimenti (uscita poi dall'investimento nel settembre 2012), è avvenuta tramite la holding Metroweb Italia.

A oggi Metroweb Italia possiede l'87,7% di Metroweb; Swisscom possiede il 10,6% e il management della società il restante 1,7%. Metroweb detiene e gestisce, nell'area metropolitana di Milano, la più grande rete in fibra ottica a livello europeo, che conta oltre 3.200 km di infrastrutture civili e 7.200 km di cavi in fibra ottica.

L'infrastruttura di Metroweb comprende reti MAN per collegare uffici e aziende, reti di quartiere in grado di raggiungere tutti gli edifici delle zone residenziali del capoluogo lombardo e reti di lunga distanza.

Il primo cliente di Metroweb è Fastweb (controllata da Swisscom), che genera circa l'80%

dei ricavi, sulla base di un contratto in scadenza nel 2030. Anche Telecom Italia e, di recente, Vodafone e Wind hanno scelto la Società per realizzare la loro rete in fibra ottica nel capoluogo lombardo.

Nel giugno del 2012, Metroweb Italia ha costituito Metrobit S.r.l. (controllata al 100%), con l'obiettivo di integrare la rete in fibra ottica della città di Milano attraverso la realizzazione delle tratte verticali, dalla base degli edifici alle singole unità abitative, per dare luogo a una rete FTTH (Fiber To The Home) che raggiunga le singole unità abitative con un collegamento completamente in fibra ottica. Questa infrastruttura abiliterà quindi elevate prestazioni di trasmissione dati, con velocità superiori a 100 Mbit al secondo.

### Strategia di Metroweb Italia

Metroweb non rappresenta soltanto un campione a livello nazionale, ma si pone anche come un modello di infrastrutturazione che le altre principali aree metropolitane dovrebbero adottare in termini di reti TLC di nuova generazione.

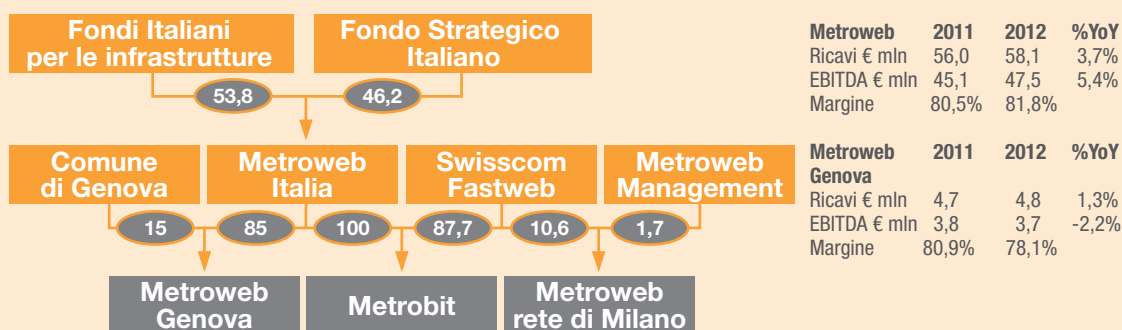
Con l'acquisizione di Metroweb, e coerentemente con la propria natura industriale focalizzata sulla creazione di filiere di settore, F2i ha impostato una strategia finalizzata all'esportazione, su scala nazionale, del modello Metroweb realizzato a Milano, avente come fine ultimo la realizzazione di infrastrutture a banda larga.

A tal scopo, nell'ottobre 2012, con l'obiettivo di esportare in altre città il modello vincente di Milano, Metroweb Italia ha acquisito dal Gruppo Iren l'85% di Saster Net S.p.A. (poi rinominata Metroweb Genova), la società proprietaria di un'importante rete in fibra ottica nella città di Genova, con oltre 200 km di infrastrutture.

Nel dicembre 2012, il Fondo Strategico Italiano (FSI) ha fatto il suo ingresso nel capitale di Metroweb Italia per favorirne in modo organico e finanziariamente strutturato uno sviluppo su base nazionale. In particolare, FSI ha sottoscritto un aumento di capitale per circa € 200 mln, a fronte del quale detiene oggi una quota pari al 46,2% della società.

La figura seguente mostra l'attuale assetto azionario del Gruppo Metroweb Italia e i risultati 2011-2012 di Metroweb S.p.A. e di Metroweb Genova.

F2i - Asset allocation Effettiva (%)



Fonte: F2i, 2013

A oggi F2i ha investito circa € 218 mln nel progetto Metroweb Italia, di cui:

- > circa € 195 mln per l'acquisizione di Metroweb (acquisto azioni da Stirling Square Capital Partners nel giugno 2011 e da A2A nel dicembre 2012, cui si deve aggiungere il riacquisto da IMI Investimenti del 12,5% di Metroweb Italia, avvenuto nel settembre 2012);
- > circa € 15 mln per l'acquisizione di Saster Net (acquisto azioni da Iren nell'ottobre 2012);
- > circa € 8 mln per altri progetti di sviluppo.

L'acquisizione di Metroweb nel giugno 2011 è avvenuta tramite una classica operazione di leverage buy-out: l'acquisition financing complessivo è stato di € 210 mln (PFN/EBITDA pari a 5,0x).

Il rendimento atteso sul progetto Metroweb Italia si attesta all'11%, in linea con i target del fondo.

Facendo leva anche sulle risorse finanziarie apportate da FSI, Metroweb Italia intende quindi perseguire la propria strategia di sviluppo attraverso due direttrici principali:

- > Piano NGN (New Generation Network), che prevede la realizzazione dell'infrastruttura in fibra ottica in modalità FTTH (Fiber To The Home), FTTB (Fiber To The Building) e/o FTTCab (Fiber To The Cabinet) nelle principali città italiane;
- > acquisizione di reti in fibra ottica esistenti, come già fatto a Genova con Saster Net.

Nel luglio del 2012, F2i SGR ha lanciato il Secondo Fondo (Fondo II), con un obiettivo di raccolta di € 1,2 mld. Il 2 ottobre 2012, è stato completato il primo closing del Fondo II, che ha visto gli sponsor fornire impegni per € 575 mln. Sponsor del Fondo II sono la maggior parte degli sponsor del Fondo I<sup>48</sup>, e tre ulteriori fondazioni bancarie. Il fondo ha raccolto a oggi € 610 mln (Tabella 16).

Il Secondo fondo F2i

La tabella di seguito riassume il contributo degli sponsor al Primo e al Secondo Fondo e la loro attuale partecipazione al capitale della SGR (la percentuale nella SGR riflette l'investimento combinato in Quote A del Primo e Secondo Fondo):

Tabella 16 – I principali sponsor di F2i

99

Sponsor	Investimento nel Fondo I (Quote A e B) (€ mln)	Investimento nel Fondo II (Quota A) (€ mln)	% della SGR
<b>Banche</b>			
Cassa depositi e prestiti	150	100	16,5
Banca Intesa Sanpaolo	150	100	16,5
UniCredit	150	100	16,5
Bank of America Merrill Lynch	150	-	9,9
<b>Fondazioni bancarie</b>			
Fondazione Cariplo	120	10	8,6
Fondazione CR Torino	60	-	4,0
Compagnia di San Paolo	-	60	4,0
Fondazione CR Cuneo	15	30	3,0
Ente CariFirenze	60	40	2,6
Fondazione CR Lucca	30	20	2,3
Fondazione Banco Sardegna	60	25	1,7
Fondazione CR Forlì	15	-	1,0
Fondazione CR Padova e Rovigo	15	-	1,0
<b>Fondi pensione</b>			
Inarcassa	68	60	6,5
Cassa Geometri	90	30	5,9
<b>Totale</b>	<b>1.133</b>	<b>575</b>	<b>100,0</b>

Fonte: F2i, 2013

(48) Il Fondo I fu lanciato nel 2007 e, nonostante le avverse condizioni di mercato, raggiunse nel febbraio del 2009 impegni complessivi dagli investitori per € 1,85 mld. Oltre agli Sponsor, investirono nel Primo Fondo: fondazioni bancarie, gruppi assicurativi, fondi pensione e altri gruppi bancari.



F2i SGR sta attualmente proseguendo la raccolta relativa al Fondo II, con l'obiettivo di raccogliere circa € 625 mln sul mercato domestico e internazionale.

Il Fondo II ha già avviato la sua attività di investimento, rilevando:

- > il 60% di TRM, termovalorizzatore di Torino (€ 95 mln, per un impegno complessivo di € 122 mln);
- > l'8,6% di SEA, aeroporti di Milano (€ 87 mln), di cui F2i detiene oggi complessivamente il 44,3%.

**TRM:** è il quarto impianto di termovalorizzazione d'Italia per dimensione e capacità di smaltimento e uno dei più importanti su scala europea. L'impianto è attualmente nelle fasi finali di costruzione e si prevede che generi, una volta entrato a regime, ricavi pari a circa € 100 mln.

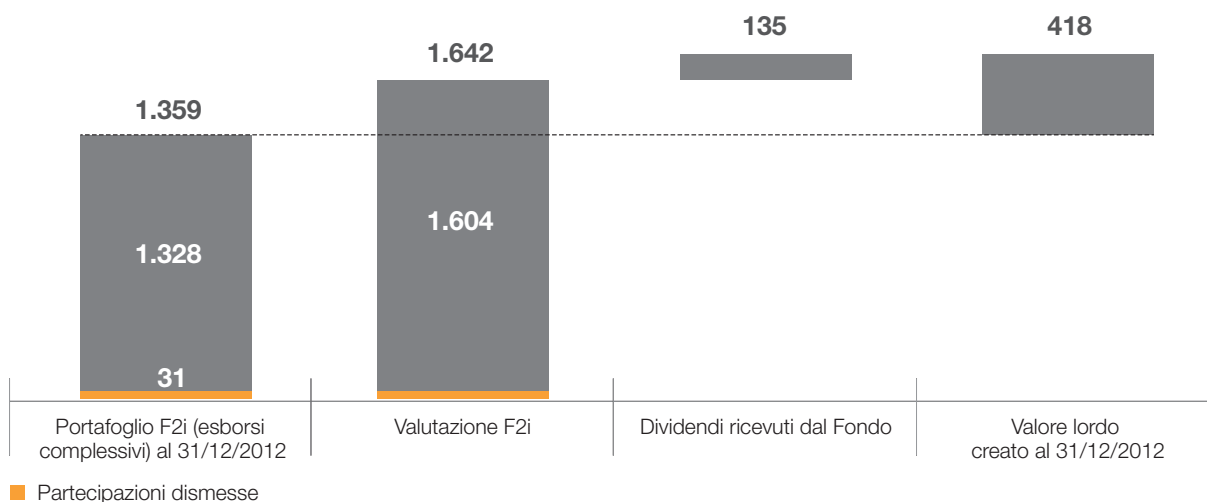
**SEA:** nel dicembre 2012 è stata acquistata un'ulteriore quota (14,56%) della società concessionaria degli aeroporti milanesi dal venditore ASAM S.p.A. (Provincia di Milano), utilizzando in parte il Primo Fondo F2i (5,94%) e in parte il Secondo Fondo F2i (8,62%).

#### Valutazione del portafoglio

A inizio 2013, F2i ha effettuato una valutazione a "fair value" del proprio portafoglio. Il valore delle partecipazioni di F2i (inclusivo dei valori di cessione delle due dismissioni) è risultato pari a € 1.642 mln, a fronte di esborsi pari a € 1.359 mln. Includendo i dividendi ricevuti dal Fondo I (pari a circa € 135 mln), la creazione di valore lorda è pari a € 418 mln, con un IRR netto implicito al 31 dicembre 2012 in linea con le attese.

Grafico 45 – Valore di libro vs. valore di mercato delle partecipazioni di F2i

100



Fonte: F2i, 2013

#### Opportunità nel mercato italiano

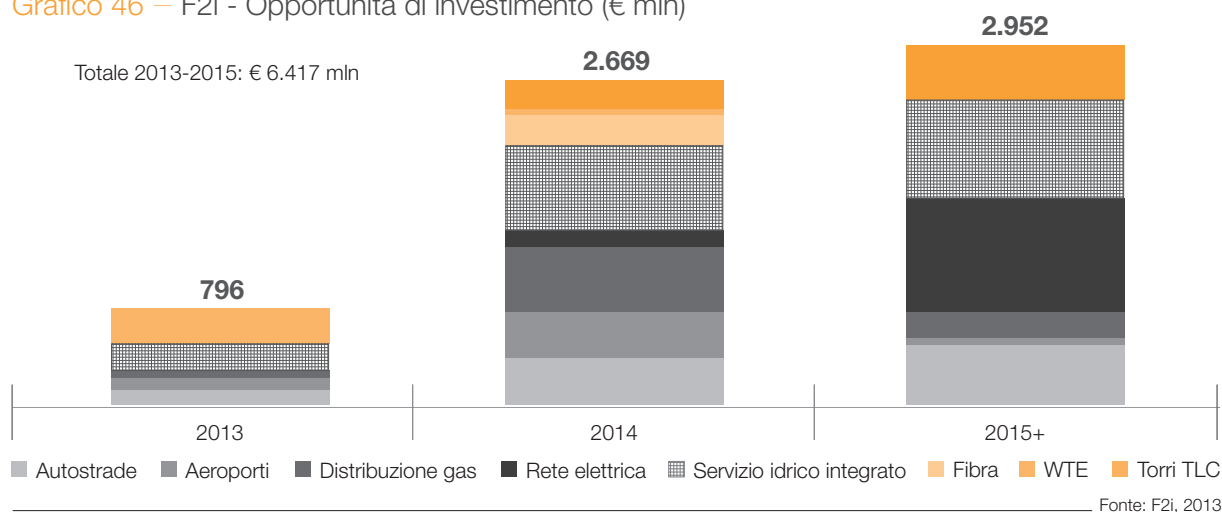
F2i SGR ha effettuato uno studio del mercato italiano delle infrastrutture (Grafico 46). Tale studio, realizzato sulla base di una analisi bottom-up dei player presenti a livello nazionale e limitato alle infrastrutture già esistenti (brownfield) nei settori target di F2i, ha identificato opportunità di investimento per oltre € 6 mld nei prossimi 3 anni (l'importo tiene conto dei limiti di investimento di F2i; l'importo "lordo" è pari a oltre € 10 mld).

F2i SGR ritiene che il mercato italiano delle infrastrutture continuerà a offrire significative opportunità di investimento, in quanto:

- > la crescente pressione finanziaria sul settore pubblico e, in particolare, sugli enti locali, porterà a una nuova fase di privatizzazioni<sup>49</sup>;

(49) In quest'ottica, si consideri la recente acquisizione da parte di F2i I del 44,3% di SEA (Aeroporti di Milano) dal Comune e dalla Provincia di Milano.

Grafico 46 – F2i - Opportunità di investimento (€ mln)



- > l'elevato livello di indebitamento delle utility italiane le porterà a valutare la cessione di asset e lo spin-off di rami d'azienda non-core;
- > la frammentazione dei player presenti in alcuni settori di riferimento (distribuzione del gas, acqua, gestione dei rifiuti) richiederà un processo di razionalizzazione e consolidamento;
- > la necessità di un potenziamento e/o razionalizzazione di alcune infrastrutture chiave a livello di Sistema Paese (per esempio, reti in fibra ottica, torri TLC, rete idrica, nuove arterie autostradali) richiederà l'investimento di ingenti capitali.

A oggi, F2i I ha investito un importo pari a circa € 1.769 mln (circa il 95% del totale) in 14 società (comprese le due partecipazioni già cedute) operanti in sei settori infrastrutturali.

Nel corso dei primi anni di attività, F2i I ha progressivamente focalizzato i propri investimenti in sei principali settori infrastrutturali (cosiddette "filiera" di investimento). La strategia di F2i SGR consiste nel creare per ogni filiera un operatore leader di mercato (distribuzione di gas naturale, idrico, fibra ottica, energie rinnovabili), o network di operatori (aeroporti) che possono perseguire l'eccellenza operativa in termini di qualità dei servizi offerti, efficienza e crescita.

Nell'ambito della sua attività di investimento, F2i I ha di fatto riportato sotto il controllo italiano quattro importanti società infrastrutturali acquistate da gruppi o investitori esteri:

- > E.On Rete (da E.On, Germania);
- > G6 Rete Gas (da GDF Suez, Francia);
- > GESAC (da Ferrovial, Spagna);
- > Metroweb (da Sterling Square, Inghilterra).

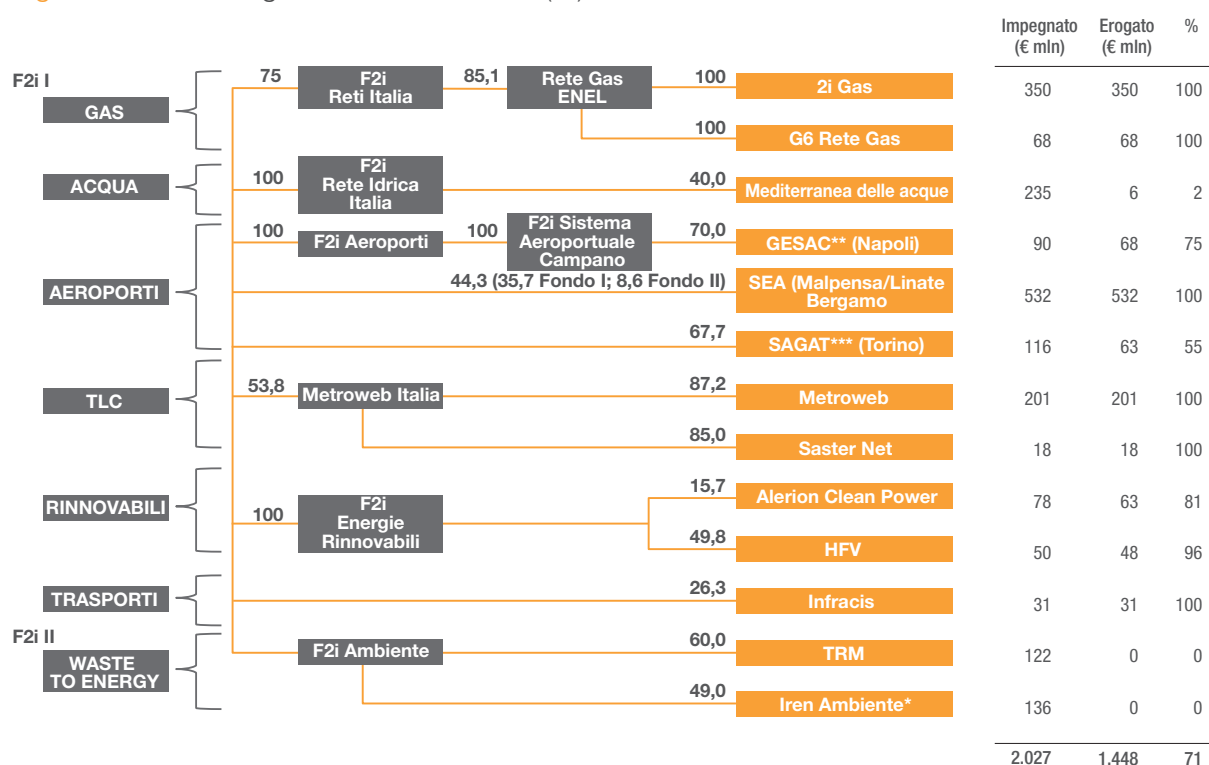
F2i SGR si propone di rafforzare la propria presenza nei settori identificati, direttamente o tramite acquisizioni addizionali da parte delle società già partecipate.

Di seguito alcuni brevi cenni sulle società partecipate di F2i I:

**Enel Rete Gas:** dopo la combinazione con G6 Rete (GDF Suez) ed E.On Rete (E.On), Enel Rete Gas ha consolidato la propria posizione di secondo operatore alle spalle di Italgas (primo indipendente) nella distribuzione del gas, con una quota di mercato del 18%. La società si sta focalizzando nell'integrazione e nella realizzazione delle relative sinergie. Il gruppo vanta 3,9 mln di punti di riconsegna, 57.000 km di rete e una RAB pari a € 2,7mld. I ricavi aggregati 2012 sono stati pari a € 689 mln.

**Mediterranea delle Acque:** è la concessionaria per i servizi idrici nell'ambito della Provincia di Genova. Nel 2009, forniva servizi a circa 700.000 cittadini tramite una rete di 1.700 km di acquedotti e 1.200 km di fognature. I ricavi 2012 ammontano a circa € 131 mln.

Figura 30 – Portafoglio delle attività di F2i (%)



Fonte: F2i, 2013  
 \*Progetti approvati da CdA di F2i, ora in esecuzione. \*\*Si intende compresa la partecipazione in Software Design.  
 \*\*\*Include quote di Equiter (put & call 2014) di SAB (put 2014) e Aviaptners.

**GESAC:** è la società concessionaria dell'Aeroporto Internazionale di Capodichino (Napoli). Con circa 5,8 mln di passeggeri nel 2012, Capodichino è il terzo aeroporto "regionale" italiano. I ricavi 2012 ammontano a € 71 mln.

**SEA:** è la concessionaria degli aeroporti milanesi Malpensa e Linate. Con circa 28 mln di passeggeri nel 2012, rappresenta il secondo "hub" aeroportuale italiano (dopo Fiumicino). I ricavi 2012 ammontano a € 596 mln.

**SAGAT:** è la società concessionaria dell'aeroporto di Torino Caselle, e tramite l'Aeroporti Holding S.r.l. possiede quote di minoranza degli aeroporti di Firenze e Bologna. I ricavi 2012 ammontano a € 63 mln.

**Metroweb:** la società gestisce la rete in fibra ottica della città di Milano. Rappresenta un esempio di eccellenza assoluta in Europa in termini di penetrazione della banda larga in un centro urbano, offrendo circa 311.000 km di fibra. F2i sta perseguendo una strategia di replica del modello di Metroweb in altri centri urbani ad alta domanda per servizi broadband. Nel 2012, F2i ha acquisito Saster Net, società proprietaria di una rete in fibra ottica a Genova. I ricavi 2012 di Metroweb ammontano a € 58 mln.

**Alerion:** società focalizzata sulla generazione di energia eolica. Il suo portafoglio di parchi include circa 257 MW operativi, 117 MW autorizzati (di cui 100 MW in Romania) e circa 406 MW in sviluppo (di cui 100 MW in Romania). I ricavi 2012 ammontano a € 79 mln.

**HFV:** Holding Foto Voltaica è dedicata alla costruzione e gestione di impianti fotovoltaici. La potenza installata a oggi è di 88,7 MW, di cui 71 MW già di proprietà e 17,8 MW acquisiti in attesa del closing. I ricavi 2012 ammontano a € 42 mln.

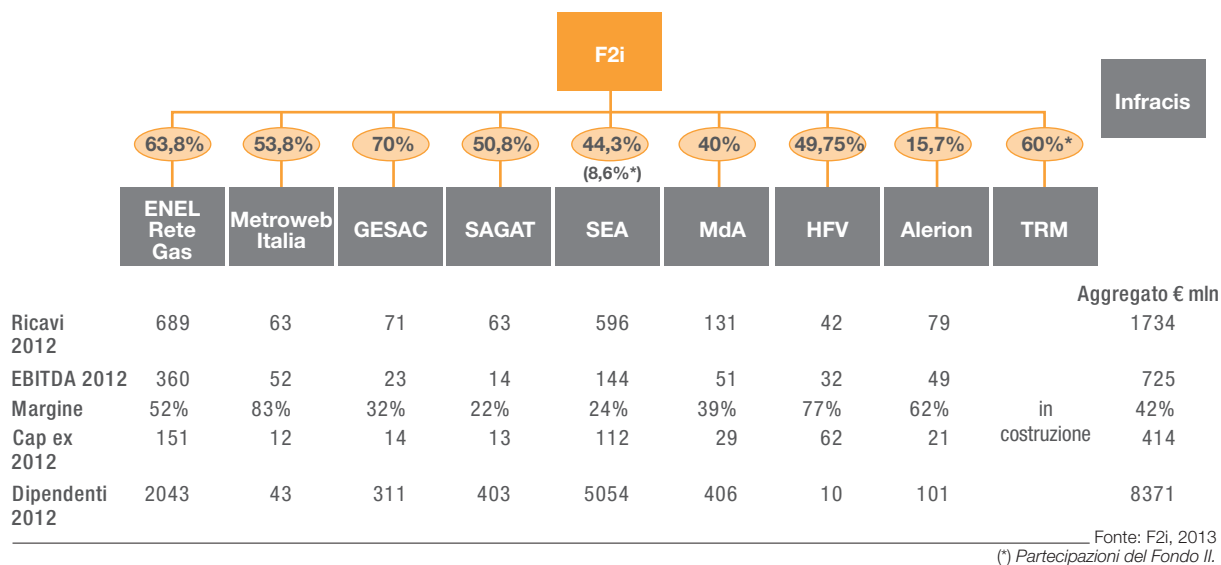
**Infracis:** è una holding di partecipazioni nel settore autostradale, con presenza in Autobrennero, Autostrada Brescia Padova, Autovie Venete e Autocamionale della Cisa.

Exit strategy

In fase di exit dall'investimento, F2i SGR potrà considerare strategie alternative, quali la cessione della partecipazione a soggetti terzi o la quotazione in borsa (IPO).

Il portafoglio di investimenti di F2i I è caratterizzato da rilevanti partecipazioni focalizzate nei settori chiave del mercato italiano delle infrastrutture, con importanti sinergie e opportunità di crescita all'interno di ciascuna delle filiere. Come mostra la Figura 31, a oggi il portafoglio presenta, su base aggregata, un EBITDA 2012 pari a oltre € 725 mln, che potrà superare € 1.100 mln entro il 2017.

Figura 31 – Risultati economici aggregati delle partecipate di F2i I



Su queste basi, una possibile strategia di exit potrà essere la quotazione del fondo, oppure il conferimento – anche parziale – del portafoglio in una società di nuova costituzione che, una volta quotata, rappresenterebbe uno dei principali player del settore delle infrastrutture a livello europeo.

A quel punto, gli sponsor e gli investitori di F2i potranno decidere se “monetizzare” il loro investimento o, diversamente, rimanere tra gli azionisti del nuovo gruppo che, proseguendo lungo il percorso iniziato da F2i, consoliderà le partecipazioni già in portafoglio e potrà valutare opportunità di espansione in altri settori e mercati.

### 04.3.2 Fondo Marguerite

Il Fondo europeo 2020 per l'energia, il cambiamento climatico e le infrastrutture (il “Fondo Marguerite”) è stato lanciato dalla Presidenza italiana dell'Unione europea alla fine del 2008, nel quadro della risposta alla crisi economica e finanziaria.

L'iniziativa è stata assunta dalla Commissione Europea (CE), insieme ad altri sei “Core Sponsor” membri del Long-Term Investors Club (LTIC) rappresentati da istituzioni finanziarie pubbliche a lungo termine: la Banca Europea per gli Investimenti (BEI), la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) francese, la Cassa depositi e prestiti (CDP) italiana, il Gruppo bancario tedesco Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), la ICO spagnola e la PKO polacca.

**Marguerite:**  
un'iniziativa  
a livello  
europeo

#### Il Long-Term Investors Club

Nel 2009, la Banca Europea per gli Investimenti (BEI), la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) francese, la Cassa depositi e prestiti (CDP) italiana e il Gruppo bancario tedesco Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) hanno dato vita, in qualità di membri fondatori, al Club degli Investitori di Lungo Termine (Long-term Investors Club - LTIC).

LTIC ha l'obiettivo di riunire le principali istituzioni a livello globale, inclusi banche di sviluppo, fondi pensione pubblici e del settore privato, fondi sovrani, al fine di:

- > condividere le best practice tra gli investitori di lungo termine per rafforzare la loro capacità di contribuire a una crescita sostenibile;
- > incoraggiare il dialogo sugli investimenti di lungo termine e il coinvolgimento di investitori di lungo termine di Paesi emergenti;
- > promuovere la ricerca sugli investimenti di lungo termine;
- > sviluppare una strategia comune per adattare gli schemi regolatori alle specifiche esigenze degli investimenti di lungo termine;
- > favorire, con ruolo di facilitatore, partnership e iniziative comuni, anche attraverso strategie di co-investimento.

Attualmente, LTIC comprende circa 19 membri che insieme raggiungono un totale attivo superiore a US\$ 3.200 mld.

I membri fondatori del LTIC, nell'ambito delle strategie che li hanno portati a riunirsi, si sono fatti promotori di due iniziative per il co-investimento in settori strategici, attraverso il lancio di due fondi di investimento infrastrutturali, denominati Marguerite e InfraMed.

Normalmente è possibile suddividere le tipologie di fondi di investimento secondo due diverse configurazioni: (i) fondi di investimento indipendenti, che sono sponsorizzati (lanciati) e gestiti da gestori indipendenti; e (ii) fondi di investimento di tipo captive, che sono sponsorizzati (lanciati) e gestiti da specifiche divisioni di business interne a un determinato investitore istituzionale, sia esso una banca o una compagnia di assicurazione.

Nel caso dei Fondi Marguerite e InfraMed, è stata privilegiata una configurazione diversa dalle precedenti, che potrebbe essere definita "ibrida", in base alla quale i fondi sono sponsorizzati (lanciati) da investitori istituzionali e gestiti da società di gestione professionali e indipendenti.

Lo scopo della configurazione ibrida prescelta è stato quello di avviare – per mezzo dell'intervento di istituzioni pubbliche e/o pubblico-private con un mandato pubblico – attività di investimento e di raccolta fondi in una determinata area/settore dove fosse riscontrabile uno specifico "fallimento del mercato" (per esempio, progetti greenfield in settori infrastrutturali strategici per la UE e progetti nella regione del Sud del Mediterraneo che comprende il Medio Oriente e il Nord Africa).

In tale configurazione ibrida, gli sponsor si sono fatti promotori del fondo e hanno creato una società di gestione *ad hoc* da cedere al momento più opportuno a manager e professionisti indipendenti selezionati sul mercato. Gli sponsor esercitano una funzione di controllo e monitoraggio sull'attività del fondo e sull'operatività dei gestori mantenendola nel lungo termine, attraverso, tra l'altro:

- > una golden share, che prevede il diritto di veto su questioni rilevanti;
- > il controllo sulla struttura proprietaria della società di gestione, con clausola di gradimento per qualsiasi eventuale trasferimento di quote;
- > la nomina di tre componenti qualificati indipendenti per il comitato di investimenti;
- > l'approvazione, a seguito di trattativa, del budget annuale della società di gestione.

L'obiettivo finale, una volta raggiunto un livello adeguato di investimenti iniziali e quindi superata una fase di avviamento troppo rischiosa per favorire interventi da parte di altri tipi di investitori, rimane quello di trasformare i fondi da una configurazione ibrida in una classica di tipo indipendente.

I due fondi hanno ottenuto brillanti risultati nel 2012, ottenendo vari premi e riconoscimenti sia come gestori di fondi sia per le singole operazioni, per la prima volta effettuate in aree come Polonia, Romania, Giordania ed Egitto, e in settori "limite" come le wind farm off shore del mare del Nord.

La durata del fondo è di venti anni, con un periodo di investimento di quattro anni (con riserva di due possibili estensioni di un anno ciascuna).

Le sue attività sono disciplinate da regole di diversificazione specifiche: il fondo è concentrato su investimenti greenfield, ma ciascun progetto non può impiegare risorse superiori al 10% del fondo, ciascun settore di base al 60%, e ciascun Paese della UE al 20%. L'obiettivo di rendimento prevede un IRR del 10-14% netto per gli investitori.

Il Fondo Marguerite è stato costituito per dare impulso a opportunità di investimento durante gli anni della crisi, favorendo nel contempo gli obiettivi strategici di lungo termine della UE in materia di trasporti, infrastrutture energetiche e lotta contro il cambiamento climatico.

L'obiettivo del fondo è, infatti, di dare un contributo significativo allo sviluppo di reti transeuropee nei settori dei trasporti e dell'energia (TEN-T e TEN-E), nonché alla lotta contro il cambiamento climatico e all'attuazione degli obiettivi 20/20/20 della UE, in particolare sostenendo le tecnologie per le energie rinnovabili.

Il fondo esercita una funzione di policy chiara con i seguenti strumenti:

- > obiettivi di investimento per area geografica in tutti i 27 Stati membri della UE;
- > priorità ai progetti greenfield, con una minoranza di progetti brownfield;
- > investimenti concentrati in settori/progetti con IRR solidi e tassi di rendimento economico (ERR) soddisfacenti;
- > concentrazione su progetti nei settori prioritari dell'energia e delle infrastrutture, identificati dal fondo oltre che dalla Commissione Europea, dai Core Sponsor e da altri investitori;
- > un veicolo di investimento per investitori istituzionali di lungo termine dei settori pubblico e privato.

Gli obiettivi  
e le strategie

Il fondo ha accesso a un significativo potenziale di deal flow in settori prioritari in tutta Europa, con i Core Sponsor che intrattengono un dialogo privilegiato con le Autorità di regolamentazione e pubbliche nei rispettivi Paesi d'origine e con la UE.

Il Fondo Marguerite investe esclusivamente in strumenti di capitale non quotati e solo in quote di minoranza, collaborando con investitori finanziari strategici o di altro tipo. Dovrà inoltre investire in operazioni esistenti, consentendo aumenti di capitale che facilitino la realizzazione della sua strategia di investimento.

Il fondo di per sé non offre prodotti di debito, né sarà oggetto di operazioni di leva finanziaria. Gli investitori potranno usufruire di ulteriori opportunità di investimento in parallelo al fondo sulla base di normali accordi di co-investimento.

L'ampio spettro di strumenti finanziari attualmente disponibili – molti dei quali potranno essere offerti in associazione, o in parallelo, con il Fondo Marguerite – consentirà alle autorità pubbliche e ai promotori di adattare il piano finanziario alle esigenze specifiche dei progetti, riducendo nel contempo il livello generale delle sovvenzioni necessarie.

La preparazione/strutturazione dei progetti, il loro monitoraggio a lungo termine e la gestione delle partecipazioni garantiscono risultati economici e patrimoniali elevati sul lungo periodo.

A dicembre 2012, Marguerite aveva impegnato il 39% del capitale in sette progetti nei settori delle energie rinnovabili e TEN-T.

I suoi investimenti sosterranno gli investimenti lordi di capitale con una leva di 14x sugli investimenti lordi e di 4x sul patrimonio netto totale. Marguerite offre una quota chiave (il 25%) della partecipazione totale in capitale di rischio.

Gli investimenti

Dopo un avvio lento delle attività di investimento nel 2010-2011, riconducibile alla difficile congiuntura economica, Marguerite ha ora raggiunto i propri obiettivi di investimento e nel 2012 ha siglato un numero di operazioni superiore a quello di qualsiasi suo omologo privato sul mercato europeo, in progetti e settori complessi e di "market failure".

Il fondo ha svolto un ruolo di catalizzatore, attirando capitali per i suoi progetti, in particolare dai fondi pensione in forma di co-investimento, promuovendo l'immissione di equity in tre progetti di energia rinnovabile nell'Europa orientale.

Per la parte di debito dei suoi progetti, finanziati in parte da Core Sponsor e da banche commerciali, Marguerite ha inoltre creato un network diversificato di finanziamento mediante debito e sta collaborando con la BEI all'iniziativa "Project Bond".

Il suo portafoglio dovrebbe prevedibilmente generare un IRR del 10-14%, in linea con l'obiettivo iniziale. Per il 2013 si prevede la generazione di significativi flussi finanziari, sufficienti a coprire con margine i costi operativi.

### Eolico Off shore in Germania

#### *Descrizione del progetto*

Il progetto consiste nella realizzazione (greenfield) e gestione di un impianto eolico off shore della potenza installata pari a circa 288 MW, da costruirsi 32 km al largo delle coste dell'isola di Sylt nel nord della Germania. Il costo totale per la realizzazione del progetto è stimato pari a circa € 1,3 mld.

La costruzione dell'impianto, il cui progetto è stato sviluppato dalla società tedesca WPD e prevede la fornitura delle turbine eoliche da parte di Siemens AG, dovrebbe essere completata entro dicembre 2015.

#### *L'intervento da parte del Fondo Marguerite*

Nel primo trimestre del 2013, Marguerite ha acquisito una quota pari a circa un quarto del capitale della società veicolo che si occuperà della realizzazione del progetto. Agendo come catalizzatore per altri Fondi di investimento, l'intervento di Marguerite è stato funzionale al coinvolgimento di due fondi pensione Danesi, in particolare il PKA e l'Industriens Pension, che hanno acquisito a loro volta una quota pari a circa un quarto ciascuno del capitale della società veicolo.

Oltre a Marguerite e ai due fondi pensione Danesi, gli altri azionisti della società veicolo sono rappresentati dalla Siemens Project Ventures e dalla WPD. L'investimento totale in equity risulta pari a circa € 110 mln (incluso contingent equity), mentre le risorse finanziarie a titolo di debito saranno messe a disposizione da tre istituti finanziatori, in particolare KfW, BEI e UniCredit.

### Autostrada A-1 in Spagna (TEN-T)

#### *Descrizione del progetto*

Il progetto consiste nella realizzazione (brownfield) e gestione di un tratto autostradale, a due corsie per senso di marcia, della lunghezza di circa 146 km, nel tratto "Santo Tomè del Puerto - Burgos" dell'autostrada A1 che collega Madrid al nord della Spagna. Il costo totale per la realizzazione del progetto è stimato pari a circa € 227 mln.

La realizzazione del progetto è affidata alla società Sacyr in qualità di EPC Contractor mentre la gestione, che prevede il riconoscimento di una cosiddetta tariffa-ombra (shadow toll), sarà curata dalla società Valoriza, controllata di Sacyr.

#### *L'intervento da parte del Fondo Marguerite*

Nel 2011, Marguerite ha acquisito da Sacyr una quota pari a circa il 45% del capitale della concessionaria Autovia Arlanzòn che si occuperà della realizzazione del progetto. Gli altri azionisti della società sono rappresentati da Sacyr e Valoriza.

L'investimento da parte di Marguerite ha consentito, con un investimento totale in equity pari a circa € 60 mln, di riequilibrare la struttura economico-finanziaria del progetto, aumentandone la capacità di sostenere il debito previsto e la bancabilità, favorendo quindi l'intervento di tre istituti finanziatori, in particolare BEI, KfW e Lloyds.



### 04.3.3 Fondo InfraMed

Il Fondo di investimento in infrastrutture nell'area di interesse dell'Unione per il Mediterraneo<sup>50</sup> denominato "InfraMed" è stato lanciato a maggio del 2010 da 5 investitori istituzionali di lungo termine, con un commitment iniziale pari a € 385 mln e un obiettivo finale di raccolta pari a circa € 1 miliardo. In particolare, i "Core Sponsor" dell'iniziativa sono 4 istituzioni del LTIC e un partner locale leader della regione:

- > la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) francese, con un commitment iniziale pari a € 150 mln;
- > la Cassa depositi e prestiti (CDP) italiana, con un commitment iniziale pari a € 150 mln;
- > la Banca Europea per gli Investimenti (BEI), con un commitment iniziale pari a € 50 mln;
- > la Caisse des Dépôts et de Gestion (CDG) del Marocco, con un commitment iniziale pari a € 20 mln;
- > il Fondo Egiziano EFG Hermes (EFG), con un commitment iniziale pari a € 15 mln.

InfraMed rappresenta il più grande fondo di investimenti infrastrutturali dedicato alla regione del Sud del Mediterraneo che comprende il Medio Oriente e il Nord Africa e ha lo scopo di promuovere investimenti equity in progetti di infrastrutture di sviluppo urbano (incluse le infrastrutture sociali), di energia e di trasporti, in una regione in cui i tassi di crescita urbana sono tra i più alti al mondo.

Le attività di investimento sono focalizzate su progetti greenfield (almeno per il 65% del portafoglio) e brownfield in partnership con importanti investitori internazionali e sviluppatori e operatori locali.

InfraMed investe in quote di minoranza (con quote di sottoscrizione minime pari a € 10 mln) che prevedano un coinvolgimento attivo, con partecipazione ai consigli di amministrazione delle società target, e una forte protezione dei diritti dei soci di minoranza.

InfraMed utilizza per i propri investimenti perlopiù strumenti di capitale non quotati (ordinari e/o privilegiati) e finanziamenti di tipo mezzanino. La durata del fondo è di quattordici anni, con possibile estensione per un anno, e persegue un obiettivo di rendimento (IRR) pari al 12-16% netto per gli investitori.

Alla fine del 2012, InfraMed ha già impegnato il 35% del capitale iniziale in 3 progetti. In particolare, InfraMed ha acquisito una partecipazione pari a:

- > 20% del capitale della società progetto che si occupa della realizzazione e gestione del porto di Iskenderun in Turchia (marzo 2012);
- > 15,6% del capitale della società Orient, holding di controllo della società di raffineria egiziana ERC (giugno 2012);
- > 49% del capitale della società progetto che si occupa della realizzazione e gestione di un parco eolico della potenza pari a 114 MW in Giordania (settembre 2012).

Il fondo prevede un programma di investimenti a breve termine in 11 progetti (6 in Turchia, 2 in Marocco e 3 in Giordania), per un controvalore superiore a € 500 mln.

Una delle caratteristiche principali che rende unico nel suo genere InfraMed è l'innovativa rete di precisi accordi di co-investimento con altri specifici fondi di investimento collegati. Nel 2011, a titolo esemplificativo, InfraMed e CDG Capital Infrastructures (CKI) hanno lanciato il fondo di investimento InfraMaroc, per investimenti specifici in Marocco.

Il Fondo InfraMaroc, strutturalmente molto simile a InfraMed, ha un commitment iniziale pari a € 260 mln e potrà fare leva su un accordo con InfraMed che si è impegnato a co-investire circa il 20% (circa € 77 mln) del proprio commitment iniziale in Marocco.

Parallelamente quindi all'assistenza a InfraMed per i suoi investimenti in Marocco, CKI gestisce il Fondo InfraMaroc.

Alla stregua di quanto avvenuto con il lancio del Fondo InfraMaroc, InfraMed sta studiando con i propri partner il lancio di ulteriori fondi dedicati nella regione.

<sup>(50)</sup> L'Unione per il Mediterraneo è un'organizzazione internazionale che intende avvicinare i rapporti fra l'Unione Europea e le nazioni che si affacciano sul mar Mediterraneo. È stata istituita a Parigi il 13 luglio 2008 su proposta del Presidente francese Sarkozy. L'Unione costituisce un tentativo di rilancio del Processo di Barcellona, che dal 1995 si propone di avvicinare la UE alle nazioni mediorientali e africane.



## Alcuni Investimenti del Fondo InfraMed

### Egyptian Refining Company (ERC), società di raffinaria egiziana

#### *Descrizione del progetto*

Il progetto consiste nella realizzazione (greenfield) e gestione da parte della società veicolo ERC di una raffineria per la produzione di diesel e altri distillati leggeri, della capacità pari a 4,7 milioni di tonnellate all'anno, nei pressi del Cairo in Egitto.

Il costo totale per la realizzazione del progetto è stimato pari a circa US\$ 3,7 mld. Per la sua vicinanza alle strutture per il rifornimento dell'olio pesante (feedstock), la posizione geografica della raffineria da realizzare rappresenta un significativo vantaggio competitivo per il progetto.

ERC ha siglato con l'ente governativo che si occupa della vendita e distribuzione del carburante, un accordo di fornitura di tipo take-or-pay da regolarsi in dollari statunitensi sulla base di prezzi di mercato internazionali. La competitività per ERC deriva dal differenziale (spread), pari a circa US\$ 300 per tonnellata, tra il prezzo dell'olio pesante (feedstock), che presenta un contenuto di distillati superiore alla media, e il diesel (che rappresenta l'output finale della raffineria).

A giugno del 2012, InfraMed ha acquisito una quota pari a circa il 15,6% del capitale della società Orient, holding di controllo della ERC, al fine di ricapitalizzare la ERC per il finanziamento del progetto che prevede una struttura finanziaria debt-equity pari a circa 65%/35%.

Agendo come catalizzatore di risorse finanziarie con effetto stabilizzatore sulla compagine proprietaria, l'intervento di InfraMed è stato funzionale al coinvolgimento, nonostante le turbolenze politiche nella regione, di importanti istituzioni finanziarie multilaterali e banche commerciali, che hanno accordato finanziamenti (di tipo senior) al progetto per circa US\$ 2,4 mld.

Il progetto ERC ha ottenuto ben 6 riconoscimenti/premi internazionali tra i quali : "Deal of the Year" e "Oil & Gas Deal of the Year" da parte dell'Infrastructure Journal; "Middle East and Africa Petrochemical Deal of the Year" da parte del Project Finance International; "Deal of the Year" da parte del Trade Finance Magazine; e "Project Finance Deal of the Year" da parte del The International Financial Law Review.



Alfaro L., Chanda A., Kalemli-Ozcan S. e Sayek S. (2004), "FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets", *Journal of International Economics*, 64(1), 89-112.

Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital (AIFI), "Il mercato italiano del Private Equity Venture Capital" nel primo semestre 2013 e nel 2012.

Balasubramanyam V.N., Salisu M. e Dapsoford D. (1996), "Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries", *Economic Journal*, 106, 92-105.

Banca Centrale Europea (2013a), "Monthly Bulletin - Euro Area Statistics Online", giugno.

Banca Centrale Europea (2013b), "The Euro Area Bank Lending Survey", I trimestre 2013, aprile.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2011), "Comitato sul sistema finanziario globale: The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions", luglio.

Banca dei Regolamenti Internazionali (2012), "European bank funding and deleveraging", *BIS Quarterly Review*, marzo.

Banca d'Italia (2012), "Le infrastrutture in Italia: dotazione, programmazione, realizzazione", *Banca D'Italia Seminari e Convegni*, 7 (a cura di Balassone F. e Casadio P).

Banca d'Italia (2013), "Dati dei supplementi al bollettino statistico raccolti in BIS-Base Informativa Pubblica", aprile.

Basile R., Giunta A. e Nugent J. (2003), "Foreign Expansion by Italian Manufacturing Firms in the Nineties: an Ordered Probit Analysis", *Review of Industrial Organization*, 23 (1), 1-24.

Bassanini F., Del Bufalo G. e Reviglio E. (2011), "Financing Infrastructures in Europe: Project Bonds, Solvency II and the Connecting Europe Facility", *Astrid Rassegna*, 16/2011.

Bassanini F. e Reviglio E. (2011), "Financial Stability, Fiscal Consolidation and Long-Term Investments after the Crisis", *OECD Journal of Financial Market Trends*, 1.

Bassanini F. e Reviglio E. (2013), "Gli investimenti per la crescita: istituzioni, regole e strumenti" [versione in inglese, "Institutions and the Crisis: Investing to Grow and to Compete"], in "Le istituzioni europee alla prova della crisi" (a cura di Amato G. e Gualtieri R.), Passigli Editori, Firenze.

Blomstrom M., Lipsey R.E. e Zejan M. (1994), "What explains the growth of developing countries?", in "Convergence of productivity: Cross-national studies and historical evidence" (a cura di Baumol W., Nelson R. e Wolff E.), Oxford University Press, Oxford, 243-259.

Borensztein E., De Gregorio J. e Lee J.W. (1998), "How does foreign direct investment affect economic growth?", *Journal of International Economics*, 45(1), 115-135.

Brancati R., Ciferri D. e Maresca A. (2009), "Innovazione e Ricerca nell'Industria Italiana. Alcune Evidenze dell'Indagine MET", *Economia e Politica Industriale*, 4.

Castellani D. e Zanfei A. (2006), "Multinational Firms, Innovation and Productivity", Edward Elgar, Cheltenham.

Chowdhury A. e Mavrotas G. (2006), "FDI and Growth: What Causes What?", *The World Economy*, 29(1), 9-19.

Citi Global Capital Markets (2011), "Global Growth Generators: Moving beyond Emerging Markets and BRIC", *Global Economics View*, febbraio.

Commissione Europea (2013), "Staff Working Document - Long-Term Financing of the European Economy", SWD 76, marzo.

Comunicazione Commissione Europea (2013), "Green Paper - Long-Term Financing of the European Economy", COM(2013) 150, marzo.

Comunicazione Commissione Europea (2011), "Proposta di regolamento che istituisce il meccanismo per collegare l'Europa", COM(2011) 665/3, ottobre.

Comunicazione Commissione Europea (2011), "Un pacchetto di crescita per infrastrutture europee integrate", COM(2011) 676, ottobre.

Comunicazione Commissione Europea (2011), "A Budget for Europe 2020", COM(2011) 500.

Comunicazione Commissione Europea (2011), "La fase pilota per l'Iniziativa Europe 2020 Project Bond", COM(2011) 660, ottobre.

Comunicazione Commissione Europea (2011), "Framework for the next generation of innovative financial instruments - the EU equity and debt platforms", COM(2011) 662, ottobre.

Conseil d'Analyse Économique (2010), "Investissements et investisseurs de long terme", Discussion Note.

De Larosiére, J. (2010), "Long term investment: what appropriate regulatory framework?", The Long-term Investment in the Age of Globalisation, Rome, 17th June, in <http://www.astrid-online.it/Dossier—d1/DISCIPLINA/The-Long-T/index.htm>.

De Larosiére J. (2009), "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU" (a cura di), Bruxelles.

Eggertsson, G. B. e Krugman P. (2012), "Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap", *Quarterly Journal of Economics*, 1469–1513.

Eurofi (2010), "For an EU Action Plan to Remove the Disincentives to Long-Term Investment".

Eurostat (2012), European Innovation Scoreboard 2011.

Fondazioni Astrid, ResPublica e Italiadecide (2012), "Le infrastrutture strategiche di trasporto. Problemi, proposte, soluzioni, elaborato dal Tavolo tecnico promosso dal Ministero per le infrastrutture e i trasporti", Roma.

Fondo Europeo per gli Investimenti (2012), Documenti societari.

Fondo Monetario Internazionale (2012), "Global Financial Stability Report", aprile.

Fondo Strategico Italiano (2012-2013), Documenti societari.

F2i (2013), Documenti societari.

Giorgiantonio C. e Giovannillo V. (2012), "Infrastrutture e Project Financing in Italia: il ruolo (possibile) della regolamentazione", in "Le infrastrutture in Italia: dotazione, programmazione, realizzazione", *Banca D'Italia Seminari e Convegni*, 7, 219-258.

HSBC (2012), "Infrastructure Funding Challenges", dicembre.

Imperatori G. e Reviglio E. (2011), "La finanza locale nel mercato globale. Lo sviluppo del territorio in tempi di crisi: una sfida per l'Italia", Gianfranco Imperatori Onlus, Roma.

Kappeler A. e Nemoz M. (2010), "Public-Private Partnerships in Europe – Before and During the Recent Financial Crisis, European Investment Bank", *Economic and Financial Report* 4, luglio.

KPMG (2012), "Infrastructure Investment: Bridging the Gap", *The global infrastructure magazine*, 3.

Liikanen E. (2012, a cura di), "High Level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector", Final Report, ottobre.

MET (2012), "Crisi Industriale e Crisi Fiscale", meridian libri (AA.VV.).

Macchiati A. e Napolitano G. (2009), "È possibile realizzare le infrastrutture in Italia?", Bologna, Il Mulino.

Meardi G. (2012), "Gli Investimenti Esteri in Italia: i Numeri", in "Più mondo in Italia: attrarre gli investimenti esteri per crescere", atti del convegno di Confindustria, aprile.

McKinsey Global Institute (2010), "Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences", gennaio.

McKinsey (2010), "Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation", *McKinsey Working Papers on Risk*, 26, novembre.

McKinsey (2010), "Farewell to cheap capital? The implications of long-term shifts in global investment and saving", McKinsey Global Institute, dicembre.

Montanaro P. (2012), "La spesa per le infrastrutture in Italia: confronto internazionale e divari regionali", in Banca d'Italia, 187-214.

Monti M. (2010), "A New Strategy for the Single Market. At the Service of European Economy and Society", Rapporto al Presidente della Commissione Europea di Mario Monti, maggio.

Morgan Stanley Research (2011), "Europe Banks, what are the risks of € 1.5-2.5tr deleveraging?", novembre.

OCSE (2011), "Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies", Discussion Note.

OCSE (2011), "Infrastructure in 2030: Telecom, Land Transport, Water and Electricity".

OCSE (2010), "Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies".

OCSE (2010), "Corporate governance and the Financial Crisis – Conclusion and emerging good practices to enhance implementations of the Principles", febbraio.

Preqin (2013), "Global infrastructure Report 2013".

Reviglio E. (2013), "Il finanziamento pubblico e privato delle infrastrutture", in "La finanza pubblica italiana Rapporto 2012", (a cura di Zanardi A.), Il Mulino, Bologna.

Romer P. (1990), "Endogenous Technological Change", *Journal of Political Economy*, 98 (5), S71-S102.

Sovereign Investment Lab (2012), "Follow the money - Sovereign Wealth Fund Annual Report 2011".

Sovereign Investment Lab (2013), "Cautious change - Sovereign Wealth Fund Annual Report 2012".

UNCTAD (2012), "World Investment Report 2012: Towards a New Generation of Investment Policies", luglio.

UNCTAD (2013), "World Investment Report 2013: Global Value Chains", luglio.

World Economic Forum (2011), "The Future of Long-term Investing", A World Economic Forum Report.



