



MONDOALTERNATIVE

il primo e unico magazine italiano sugli investimenti alternativi



EDITORE MONDOHEDGE S.r.l. - mensile - anno XII - numero 149 - gennaio 2016 - www.mondoalternative.com

Nuove allocazioni strategiche

I fondi pensione si aprono ai Mercati Emergenti e, in diversa misura, a soluzioni absolute return, private equity, private debt e infrastrutture



FONDI PENSIONE

In Intesa Sanpaolo nasce il fondo unico a contribuzione definita per tutti i dipendenti **[7]**

FONDAZIONI

L'Ente di Livorno aumenta il portafoglio in fondi e guarda a prodotti flessibili e non direzionali **[14]**

VENTURE CAPITAL

FII: altri 80 milioni di euro potenziali in venture capital, oltre ai 153 milioni già stanziati **[20]**

FONDI UCITS

Un terzo degli asset sottoscritti in Europa in liquid alternative fa capo a investitori italiani **[23]**

Il risparmio previdenziale va a braccetto con i progetti infrastrutturali di qualità

Per Merola sono interessanti i progetti strutturati in linea con le *best practices* internazionali, soprattutto in materia di conflitti di interesse ed equità commerciale delle transazioni

di **Alessandro Moise e Stefano Gaspari**

La società

Arpinge è una società di investimento in infrastrutture con l'impostazione tipica del *project financing* e con vocazione all'investimento in nuove opere e riqualificazioni (*greenfield*). Soci fondatori sono Inarcassa (33,34%), Cipag (33,33%) ed Eppi (33,33%). Il capitale di Arpinge è tuttavia aperto ad altri investitori istituzionali. L'elemento che caratterizza la strategia di posizionamento di Arpinge riguarda anche il focus, entro un 30% del totale, su progetti che hanno una componente *greenfield*.

L'investimento in infrastrutture è sempre più attraente per un investitore previdenziale, interessato a ottenere rendimenti stabili, decorrelati dai mercati finanziari tradizionali e in grado di offrire copertura dall'inflazione. La finalizzazione del risparmio "paziente" al sostegno dello sviluppo economico rappresenta, oggi, una delle linee guida della politica economica europea, tra i cui obiettivi rientra l'incremento della disponibilità di finanziamenti per investimenti di lungo termine. In Italia, grazie anche al bonus fiscale (credito d'imposta) introdotto dalle Legge di Stabilità 2015 per Casse di previdenza e fondi pensione, diversi investitori istituzionali hanno cominciato a incrementare i propri stanziamenti a favore dell'economia reale. "Nel corso degli ultimi anni c'è stato un crescente dibattito sull'investimento privato in infrastrutture, soprattutto da parte di investitori istituzionali di matrice previdenziale ed assicurativa", afferma **Federico Merola**, amministratore delegato di Arpinge, il progetto nato e ideato dalle Casse di previdenza di geometri (Cipag), periti industriali (Eppi) e ingegneri e architetti (Inarcassa) per investire in infrastrutture, impianti e immobiliare infrastrutturale, con l'impostazione tipica del *project financing* e con vocazione all'investimento in nuove opere e riqualificazioni (*greenfield*). "A tale interesse, tuttavia, non è seguita una consistente offerta di soluzioni reali di investimento. Se non nel caso del già rodato F2i e di qualche fondo immobiliare dedicato a specifici settori di intervento. Direi dunque che i forti limiti all'offerta hanno anche influito su un generale clima di scetticismo, avvalorato da normative e regolamentazioni estremamente prudentziali e fortemente restrittive. Ciò nonostante permane un interesse di principio da parte degli investitori istituzionali per le infrastrutture dettato dal loro potenziale contributo positivo all'*asset allocation* generale, connesso ai flussi di cassa stabili e prevedibili nel medio/lungo

periodo derivanti dalle infrastrutture", prosegue Merola.

Criticità e caratteristiche di un progetto infrastrutturale

In ambito infrastrutturale, le preoccupazioni maggiori riguardano un'offerta limitata di opportunità d'investimento. In Europa e in Italia spesso vi sono solo pochi progetti di qualità: "Tutti gli organismi finanziari internazionali e sovranazionali europei denunciano da tempo un apparente paradosso: la scarsità di progetti o, più precisamente, di buoni progetti", sottolinea Merola. "Da ciò deriva la difficoltà di impiegare risorse, anche private, stanziare per investimenti in infrastrutture. Un tema particolarmente sentito nell'ambito delle piccole e medie opere, dove è più difficile trovare operatori in grado di strutturare operazioni secondo i canoni riconosciuti dalle *best practice* internazionali. L'enorme liquidità presente in Europa non si traduce se non marginalmente in investimenti reali e i fondi dedicati a progetti *greenfield* nel Vecchio Continente investono percentuali irrisorie delle loro disponibilità. Ma la scarsità di progetti non si concilia con l'ampiezza dei bisogni e quindi trova necessariamente spiegazione nella presenza di colli di bottiglia che impediscono alla liquidità, anche quando resa disponibile, di confluire verso gli investimenti obiettivo". Ma quali caratteristiche deve possedere un progetto infrastrutturale di qualità? "In termini sintetici possiamo dire progetti strutturati in linea con le *best practices* internazionali, soprattutto in materia di conflitti di interesse ed equità commerciale delle transazioni", spiega il Ceo di Arpinge. "Solo progetti rispondenti a tali requisiti possono ambire ad essere bancabili ed eleggibili per fondi di investimento. Ma a ben vedere il tema è ben più profondo. Ci sono infatti diversi settori industriali o dei servizi che non sembrano strutturati per produrre progetti di qualità. E' il loro stesso assetto industriale che avrebbe bisogno di evolvere. Un esempio per tutti quello dei par-

cheggi, dove la mancanza di un vero mercato di gestori strutturati e l'assenza di promotori puri impedisce l'evoluzione del settore a comparto più istituzionale", continua Merola. "Inoltre, mancano totalmente alcune categorie di operatori necessari a un'evoluzione di molti settori infrastrutturali, in particolare i promotori/investitori/gestori puri, ovvero investitori privati ma istituzionali, privi di conflitti di interesse, attivi nei vari contesti industriali con strumenti idonei, in grado di far crescere i modelli di business. Insomma, nuovi protagonisti fino ad oggi assenti a causa della mancanza di spazio nella tradizionale filiera produttiva del settore infrastrutture, tipicamente limitata al trinomio soggetti pubblici/costruttore e banca. L'istituzione di investitori/promotori da parte di fondi pensione, Casse di previdenza e assicurazioni appare, alla luce dell'esempio canadese e australiano, una soluzione efficace e perfettamente legittima che non impedisce l'applicazione di tutti quei sani principi di regolamentazione e vigilanza previsti oggi in materia di risparmio gestito".

Rischi/opportunità di un investimento in infrastrutture

Per un investitore non specializzato è bene affidarsi a fondi d'investimento dedicati che hanno capacità di individuare e gestire i rischi, sia ex ante sia operativi, legati allo sviluppo di un progetto. "L'analisi dei rischi in un investimento in asset infrastrutturale è, come peraltro in ogni altro ambito dell'economia reale, un'attività fondamentale. Come pure il loro costante monitoraggio nel corso della gestione", precisa Merola. "In termini più specifici oltre le grandi macro categorie relative ai rischi di costruzione, se presenti, e ai rischi politici, si deve partire sempre da un'analisi accurata del settore, dei promotori e dei contratti. Se presente, bisogna prestare grande attenzione ai rischi di mercato e alle circostanze che possano far concretamente ritenere che tali rischi non siano stati sottostimati. Molto importante è l'analisi della struttura dell'operazione intesa come relazione tra le parti, per assicurarsi che non vi siano conflitti di interesse, o siano stati convincentemente regolati, e che vi sia equità commerciale tra le varie parti coinvolte. In operazioni destinate a durare diversi decenni, affrontando inevitabilmente possibili imprevisti, è nella solidità della struttura dell'operazione la migliore garanzia che tali imprevisti potranno essere risolti nell'interesse del

progetto. Da non sottovalutare le verifiche effettuate con le analisi di sensitività, che non servono come meri esercizi scolastici ma devono condurre alla determinazione dei valori di *break even* del progetto", continua Merola specificando che Arpinge, fino ad oggi, si è specializzata già su ben tre settori principali di riferimento che comprendono le infrastrutture impiantistiche (efficienza energetica), la produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, con una rilettura più industriale che finanziaria e, infine, i parcheggi.

"Nel primo caso abbiamo dato vita a una rilevante innovazione che ci ha portato a promuovere e strutturare interventi complessi e modulari, con ricorso a vere e proprie iniziative pilota", puntualizza Merola. "Così è stato ad esempio il progetto Conad, dove abbiamo partecipato come investitore di equity di maggioranza all'efficientamento energetico di 15 punti vendita del *network* di Conad del Tirreno. Un *project financing* da 33 milioni di euro complessivi che ha consentito di rendere ancora più competitiva la Gdo italiana", prosegue Merola. "Nel settore delle rinnovabili ci stiamo concentrando nella realizzazione di progetti di idroelettrico e nella preaggregazione di impianti eolici e fotovoltaici. Sempre con una marcata lettura industriale di valorizzazione dei beni e del lavoro. Nell'ambito dei parcheggi stiamo chiudendo il primo progetto con l'acquisto di tutti i parcheggi a rotazione di un'importante città italiana che ci consentirà di costituirci come possibile aggregatore industriale del settore. Un settore che avrà bisogno nei prossimi anni di innovazione e cambiamenti per cogliere le nuove sfide del traffico cittadino, dal *car sharing* all'auto elettrica", sottolinea Merola aggiungendo di stare esplorando settori come quello della logistica, dei porti industriali, del ricettivo (soprattutto dedicato a giovani e anziani) e del socio/sanitario.

I soci fondatori di Arpinge hanno stanziato 100 milioni di euro di capitale iniziale, ma tra gli obiettivi dei promotori rientra anche quello di incrementare la dotazione di capitale. "Per il momento ci siamo concentrati sul lavoro di avviamento e di apertura dei primi filoni di investimento, la crescita verrà con il completamento del primo triennio di attività", riferisce Merola. "Ciò nonostante diversi investitori, tra cui anche alcune Casse, hanno manifestato interesse. Ma questo è ad oggi un tema ancora prematuro".