

# LUISS Guido Carli

Dottorato di Ricerca

Economia e Tecnica della Finanza di Progetto

XXII Ciclo

*Project financing e Fondi Infrastrutturali: governance e  
struttura degli sponsors complessi.*

Tutor:

Chiar.mo Prof. Francesco Capriglione

Candidato:

Agostino Papa

Roma, Marzo 2010

## RIASSUNTO DELLA TESI

Nel corso del presente lavoro si è tentato di evidenziare come le infrastrutture non solo rappresentino un elemento fondamentale di competitività e di crescita economico-sociale, ma anche un settore in continuo sviluppo cui si riconetterà, anche nei prossimi anni, una sempre maggiore domanda di risorse finanziarie. Gli investimenti in infrastrutture rivestono, infatti, un ruolo assolutamente strategico all'interno dello sviluppo sociale ed economico di un Paese.

Il richiamato bisogno di nuove infrastrutture e l'esigenza di contenimento del debito pubblico hanno richiesto un'evoluzione operativa delle modalità di finanziamento degli interventi e delle modalità di aggregazione e promozione delle possibili iniziative. In tale contesto, la componente di derivazione privata delle risorse finanziarie da utilizzare è destinata ad aumentare in modo più che proporzionale, con il conseguente incremento di forme di collaborazione fra i soggetti pubblici e gli investitori privati.

Un modello di sviluppo basato sulla cooperazione tra il settore pubblico e quello privato per la realizzazione delle opere infrastrutturali – noto a livello internazionale proprio con l'acronimo PPP, ossia *Public Private Partnership* – è potenzialmente idoneo a consentire il perseguimento di obiettivi di sviluppo ambiziosi, senza compromettere, però, le imprescindibili istanze di contenimento dell'indebitamento pubblico. Peraltro, nell'ambito di questa cooperazione, l'utilizzo del *project financing* per il finanziamento e la gestione privata di infrastrutture e servizi economici di pubblica utilità si riflette positivamente anche sugli utenti di pubblici esercizi, cioè su tutti i cittadini che potranno beneficiare della maggiore efficienza e, quindi, (almeno indirettamente) di un più contenuto costo dei servizi pubblici.

La tecnica del *project financing* – che guarda alla bontà della idea progettuale più e prima che alla solidità patrimoniale del promotore della stessa – è in grado, se correttamente applicata, di facilitare l'individuazione di un equilibrio fra il contenimento dell'indebitamento pubblico e l'incremento della dotazione infrastrutturale, mediante il coinvolgimento di finanziatori ed operatori privati nella realizzazione e gestione di quelle opere pubbliche, “calde” o “tiepide”, che sono in

grado di produrre – autonomamente o con il supporto di una contribuzione pubblica – ritorni finanziari idonei a coprire i costi di costruzione e gestione, a servire il debito ed a remunerare convenientemente il capitale investito.

L'afflusso dei capitali privati è stato tradizionalmente assicurato dai promotori di tipo “industriale”, interessati cioè ai possibili ritorni diretti dell’opera da realizzare (perché suoi utilizzatori finali o costruttori o fornitori). Tale tipologia di promotori, se ha modo di garantire sicuramente l’apporto di competenze specialistiche e settoriali, non ha però forza finanziaria sufficiente a dare risposta alla domanda di *equity* del settore.

A questa esigenza risponde, invece, l’ingresso nelle operazioni di promotori con motivazione “finanziaria” o speculativa, frutto dell’acquisita consapevolezza, in tempi più recenti, della valenza dell’*asset* infrastrutturale – tenuto conto della relativa rigidità della domanda e degli altri elementi che lo caratterizzano – come strumento “non correlato” per la diversificazione del rischio di portafoglio e l’ottimizzazione del rendimento di medio-lungo periodo.

Ovviamente, alla natura “alternativa” dell’investimento si connette, da un lato, la necessità di una competenza specifica per l’individuazione e la selezione delle possibili opportunità offerte dal mercato e, dall’altro, mediamente, un taglio maggiore degli investimenti da effettuare, che incidono sull’accesso a questo mercato. La settorialità delle iniziative, le specifiche professionalità e competenze richieste, nonché le dimensioni di investimento e l’incidenza del rischio paese, ponevano infatti dei significativi limiti al numero di soggetti in grado di assumere direttamente il rischio di investimento e di sostenerne il costo, se non in presenza di specifiche motivazioni (industriali o pubbliche, appunto) eccedenti quelle meramente finanziarie.

A tale potenziale domanda di investimento non poteva restare indifferente l’industria del risparmio gestito: così gli operatori di *private equity* – ed in particolare i gestori collettivi del risparmio attivi in tale settore – hanno prima cominciato ad inserire nei loro portafogli in gestione *assets* infrastrutturali, in una logica appunto di

diversificazione di portafoglio, per poi sviluppare un'offerta di prodotti specializzati nell'investimento in infrastrutture, i c.d. fondi infrastrutturali.

I fondi infrastrutturali, la cui evoluzione nel corso degli ultimi anni ha rappresentato uno dei fenomeni più significativi nell'ambito del *private equity* e del risparmio gestito in generale, si pongono certamente quali strumenti privilegiati per veicolare risorse private a favore del sistema infrastrutturale, mediante la partecipazione alle (ed il contributo attivo nella strutturazione delle) operazioni di *project financing*, assicurando le competenze ed i *network* di conoscenze locali che sono a tal fine indispensabili. In queste operazioni il veicolo di investimento collettivo assume le connotazioni di una nuova tipologia di promotore, connotata dalla molteplicità degli interessi e delle istanze complessivamente e congiuntamente rappresentati.

La forma tecnica di tali strutture di investimento varia nei diversi casi, in ragione della disciplina giuridica applicabile nell'ordinamento di appartenenza. In ogni caso, la necessità di raccogliere investitori istituzionali e locali ha portato all'emersione di caratteri *standard*, riconducibili al paradigma della *limited partnership* di diritto anglosassone e, ovunque, alla dissociazione fra i soggetti gestori, gli *sponsors* del veicolo/fondo e gli investitori terzi che aderiscono all'iniziativa, così da consentire una regolazione efficace dei rapporti fra gli stessi.

In queste strutture, partecipano soggetti diversi, le cui motivazioni non sono unitariamente ricostruibili, perché vanno al di là del comune interesse alla massimizzazione del rendimento dell'investimento. Se tale è, infatti, la motivazione tipica ed assorbente che accomuna i partecipanti ai veicoli di investimento collettivo del risparmio di tipo “*retail*”, destinati ad investitori non esperti, con basse esigenze di controllo e con rischio individuale contenuto, nel caso in esame i partecipanti, per loro natura e caratteristiche, sono portatori di interessi ulteriori e tra loro differenti. È presente, cioè, una componente di motivazione “industriale”, che vede nella partecipazione al veicolo la possibilità di accedere ad occasioni di co-investimento o, comunque, legate al *business* tipico (per esempio, contratti di *advisory*, di fornitura, di finanziamento, etc.); una componente di motivazione “pubblica”, che punta ad obiettivi di interesse sociale ed alla valorizzazione della dotazione infrastrutturale

nazionale; e, infine, la già richiamata componente “finanziaria” che, pur puntando alla massimizzazione del rendimento e alla diversificazione del rischio di portafoglio, si qualifica per le esigenze di monitoraggio che sono proprie degli investitori evoluti.

Tutti i partecipanti al veicolo di investimento collettivo, poi, sono accumulati anche dall’interesse a controbilanciare i poteri del soggetto gestore, per limitare il conflitto di interessi naturalmente sussistente con quest’ultimo, diminuire l’asimmetria informativa e gestire il *moral hazard* del gestore medesimo.

Dall’efficacia della risposta a tali esigenze dei potenziali investitori e dalla capacità di comporre e rendere equilibrati i differenti interessi delle parti coinvolte deriva il successo dell’iniziativa di commercializzazione dei veicoli di investimento di tipo infrastrutturale e, quindi, sul piano delle concretezze, anche la possibilità che questi veicoli raccolgano risorse sufficienti a consentire lo svolgimento, da parte degli stessi, di un ruolo di volano per lo sviluppo di operazioni di *project financing* infrastrutturali.

Anche in Italia, dove forte è la domanda di infrastrutture e scarse sono le risorse pubbliche impiegabili, sono stati recentemente istituiti dei fondi comuni di investimento specializzati nel settore infrastrutturale.

Il binomio SGR - fondo comune presenta, rispetto al paradigma delle *limited partnerships*, una maggiore disciplina settoriale e, quindi, correlativamente, un minore spazio per l’autonomia negoziale dei soggetti coinvolti. La disciplina italiana, nata per rispondere anche alle esigenze di tutela degli investitori *retail*, entra nel merito delle scelte organizzative e procedurali che attengono al profilo interno del gestore e lo assoggetta anche ad una vigilanza di tipo prudenziale; inoltre, sul presupposto della “passività” del partecipante al fondo, maggiori sono anche i poteri e l’incidenza dei controlli esterni previsti dalla normativa primaria e secondaria sul fondo e sul suo gestore, rappresentati tanto dalla Banca Depositaria che dalle Autorità di Vigilanza.

La contestuale presenza di un gestore professionale e di investitori finanziariamente evoluti, con finalità e logiche di ritorno diverse, di differenti nazionalità e culture giuridiche, ha richiesto uno sforzo sensibile di adattamento della struttura nazionale alla prassi internazionale, ampiamente riscontrabile alla prova dei fatti e giustificata dalla necessaria ricerca di un nuovo equilibrio rispetto a quello tradizionalmente

proprio dei fondi comuni di investimento. Le istanze e le esperienze degli investitori internazionali hanno così trovato composizione negli spazi di autonomia concessi dalla disciplina nazionale, primaria e secondaria, applicabile alla gestione collettiva del risparmio in fondi.

Al fine di favorire l'attività di raccolta sul mercato sia domestico (aggredito anche dagli operatori stranieri) che internazionale, i regolamenti dei nuovi fondi di diritto italiano hanno tipizzato clausole che assicurano un allineamento sostanziale e significativo alle *best practices* internazionali, come emerge dall'analisi delle soluzioni operative e dalla comparazione delle strutture italiane con i principi ILPA.

E ciò al fine preciso di delimitare i parametri di riferimento per la costruzione di una struttura equilibrata, che possa favorire l'aggregazione in un unico soggetto "complesso" di diversi investitori e di diverse finalità, raccogliendo risorse utili a partecipare, in qualità di promotore, allo sviluppo di nuovi progetti infrastrutturali.

Di questa evoluzione dei regolamenti di gestione dei fondi comuni di investimento attivi nel comparto infrastrutturale si occupa la seconda parte del lavoro, ricostruendo ed analizzando – dopo un'esposizione necessariamente sintetica delle caratteristiche e dei limiti normativi della disciplina applicabile alle SGR e dei requisiti organizzativi delle stesse – le clausole specifiche che trovano o possono trovare ingresso nei regolamenti dei fondi infrastrutturali. Vengono così analizzate, in concreto, le politiche ed i limiti di investimento dei fondi, le modalità di partecipazione agli stessi e le possibili diversificazioni costruibili nelle posizioni degli investitori, attraverso la creazione di specifiche classi di quote, le tecniche di compartecipazione del gestore e del suo *management* al rischio dell'investimento, le distribuzioni di utili e rimborsi ai partecipanti, nonché le prerogative di controllo e monitoraggio dell'investimento dagli stessi attivabili.

Infine, la rilevanza della professionalità del gestore – cui sono in ultima analisi affidate tutte le scelte di investimento e disinvestimento, il monitoraggio delle iniziative in cui è impiegato il patrimonio del fondo, nonché l'apporto, alle società che realizzano o gestiscono le iniziative in rilievo, di competenze e supporto specialistici – porta in attenzione anche le dinamiche di incentivazione e

fidelizzazione del *management* aziendale (anche attraverso la politica retributiva), nonché le criticità connesse alla sua sostituzione.

Peraltro, nell'ambito di un mercato europeo nel quale la tendenza è alla regolamentazione delle attività dei gestori di fondi alternativi (si pensi, a questo riguardo, alla proposta di direttiva AIFM), sembrerebbe anche potersi ipotizzare un progressivo avvicinamento della disciplina di vigilanza applicabile ai gestori esteri a quella italiana, con riduzione degli arbitraggi regolamentari.

Le condizioni di cui sopra, se unite al particolare *deficit* infrastrutturale del nostro Paese ed alla rilevanza che nello stesso possono rivestire i *network* di conoscenze e i rapporti con le Pubbliche Amministrazioni, dovrebbero favorire l'istituzione di ulteriori fondi comuni di diritto italiano, specializzati nell'investimento in infrastrutture italiane – sul modello di F2i SGR S.p.A. e del suo fondo – concorrenziali rispetto ai *players* esteri e specializzati nel mercato italiano. La crescita di tali fondi potrebbe avvicinare ulteriori capitali agli investimenti in *project financing* infrastrutturale, con l'effetto di incrementare le risorse disponibili e, quindi, le operazioni realizzabili in Italia.