

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



Dott. Stefano Marsaglia

INVESTIRE SULLA CRESCITA: IL NUOVO RUOLO DEI FONDI SOVRANI E GLI INVESTIMENTI NELLE INFRASTRUTTURE EUROPEE

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



I Sovereign Wealth Funds (“SWF”)

- I SWF sono fondi d’investimento di proprietà (diretta o indiretta) dei governi, delle autorità monetarie nazionali o, comunque, di un’agenzia pubblica, e sono creati per perseguire scopi di tipo macroeconomico, quali
 - amministrare la ricchezza derivante da fonti esauribili in ottica intergenerazionale
 - isolare i conti pubblici e della bilancia dei pagamenti dalle fluttuazioni del prezzo delle materie prime esportate
 - investire in progetti socioeconomici prioritari
 - sopperire a eventuali squilibri dei sistemi pensionistici nazionali
- I SWF sono detenuti da quei paesi che hanno accumulato riserve valutarie negli ultimi decenni:
 - paesi esportatori di petrolio appartenenti all’OPEC (Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Kuwait)
 - paesi che possiedono risorse energetiche e materie prime di grande rilevanza sul mercato internazionale (Norvegia, Russia, Brasile e Venezuela)
 - paesi che hanno registrato avanzi nella bilancia commerciale (tra questi soprattutto Cina, Singapore e India)
- La forte crescita dei SWF ha portato all’attenzione delle organizzazioni internazionali e degli Stati nazionali alcuni problemi legati all’operatività di questa tipologia di fondi
 - Nel 2008 l’International Working Group of SWF ha redatto il codice di condotta noto come “I principi di Santiago” per aumentare la trasparenza e assicurare i mercati, con l’impegno di investire sulla base di motivazioni esclusivamente finanziarie e commerciali e non geopolitiche

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



I SWF: finalità degli investimenti¹

- Stabilization funds: fondi costituiti dai paesi che dispongono di ingenti risorse non rinnovabili al fine di preservare la ricchezza dello Stato nei momenti di flessione dei prezzi di tali risorse²
- Saving funds: amministrano la ricchezza derivante da fonti esauribili (come il petrolio) a vantaggio delle generazioni future³
- Development funds: fondi finalizzati all'investimento in progetti socioeconomici prioritari, quali ad esempio, la costruzione di infrastrutture
- Pension reserve funds: hanno lo scopo di accumulare ricchezza per sopperire a eventuali squilibri dei sistemi pensionistici nazionali nel contesto del processo di invecchiamento della popolazione nei paesi avanzati⁴

1) Griffith-Jones Ocampo, 2010

2) Tali investimenti mirano a ridurre l'impatto che la volatilità dei prezzi delle materie prime può avere sugli equilibri di finanza pubblica (esempi: Kazakhstan National Fund e Reserve Fund russo)

3) Sono caratterizzati da orizzonti di investimento lunghi e rapporti rischio-rendimento elevati; la ricchezza di cui dispongono non è vincolata ad alcuno scopo specifico (esempi: Abu Dhabi Investment Authority, Kuwait Investment Authority e Qatar Investment Authority)

4) Non sono alimentati con i contributi dei lavoratori. Esempi: National Social Security Fund cinese, National Wealth Fund russo e Australian Government Future Fund; il National Government Pension Fund norvegese è un esempio di fondo misto, di risparmio e pensione

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



Il patrimonio gestito

- I SWF sono cresciuti rapidamente: il patrimonio gestito è aumentato da USD 500 miliardi nel 1995 ai USD 5,4 trilioni stimati per il 2013 (pari a circa il 7% del PIL mondiale) e potrebbe raggiungere i 10 trilioni tra il 2015 e il 2016
- Il numero di SWF è passato da 22 alla fine degli anni '90 ad oltre 70 nel 2013

Anno	Fondi (nr.)	Patrimonio gestito (USD mld)	Patrimonio gestito (% PIL mondiale)
2007	45	2.000	3,0%
2008	49	3.000	4,3%
2009	53	3.200	4,6%
2010	53	3.600	4,9%
2011	58	4.600	5,9%
2013	72	5.380¹	7,3%

Fonte: Preqin, FMI

1) Tale patrimonio eccede in maniera significativa sia quello dei fondi di private equity (pari a USD 2,6 trilioni), sia quello degli hedge fund (pari a USD 1,8 trilioni); è, invece, inferiore a quello di altri importanti investitori istituzionali, quali i fondi pensione (con un patrimonio di circa USD 23 trilioni, di cui fondi pensione US pari a circa USD 12 trilioni), i fondi comuni e assicurativi (pari a USD 25 trilioni). Fonte OECD

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



I principali SWF

- Il settore dei SWF è molto concentrato: i primi 15 SWF detengono più dell'80% del totale complessivo degli attivi gestiti

	Paese	Fondo Sovrano	Patrimonio gestito (USD mld)
1	Norvegia	Government Pension Fund – Global	838
2	UAE – Abu Dhabi	ADIA – Abu Dhabi Investment Authority	773
3	Arabia Saudita	SAMA	676
4	Cina	CIC – China Investment Corporation	575
5	Cina	SAFE Investment Company	568
6	Kuwait	KIA – Kuwait Investment Authority	410
7	Cina-Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Inv. P.	327
8	Singapore	Government of Singapore Inv. Corp.	320
9	Singapore	Temasek Holdings	173
10	Qatar	QIA – Qatar Investment Authority	170
11	Cina	National Social Security Fund	161
12	Australia	Australian Future Fund	89
13	Russia	National Welfare Fund	88
14	Russia	Reserve Funds	86
15	Kazakhstan	Samruk-Kazyna	77

Fonte: SWF Institute website – marzo 2014

5° FORUM BANCA & IMPRESA

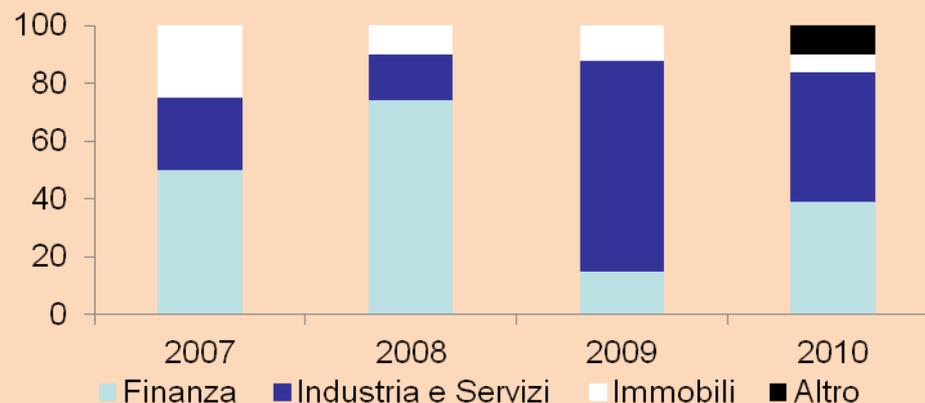
IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



Evoluzione dell'asset allocation

- Inizialmente i SWF adottavano politiche di investimento molto conservatrici e il loro patrimonio era investito in larga parte in titoli di Stato US
- Dal 2007 i SWF hanno diversificato maggiormente i propri portafogli investendo in strumenti azionari in seguito a:
 - aumento del prezzo del petrolio e di altre materie prime
 - svalutazione del dollaro americano, che ha indotto i SWF a ridurre l'esposizione verso i titoli di Stato US
- Durante la crisi dei mutui subprime, i SWF sono spesso intervenuti a sostegno di banche in cerca di capitali; nel 2008 gli investimenti nel settore finanziario rappresentavano circa il 75% del totale
- Dal 2009 si è assistito ad un'inversione di tendenza, con forti investimenti azionari nei settori non finanziari (automobilistico, infrastrutture e beni di lusso)

Ripartizione investimenti dei SWF per settore



5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



Asset mix

- Sulla base dell'analisi di alcuni fra i più grandi e trasparenti SWF, si evince che oltre metà del patrimonio dei SWF in esame è investita in azioni; una quota consistente in titoli a reddito fisso; il resto in attività alternative e, per una parte residuale, in liquidità

Fondo Sovrano	Paese	Azioni	Obbligazioni	Alternativi
Abu Dhabi Investment Authority	Abu Dhabi	45-70%	10-20%	10-15%
Government Pension Fund	Norvegia	60%	40%	
SAFE Investment Company	Cina	25%	75%	
China Investment Corporation	Cina	67%	21%	12%
Government of Singapore Inv.	Singapore	59%	22%	19%
Kuwait Investment Authority	Kuwait	50%	33%	17%
Temasek Holdings	Singapore	100%		
National Social Security Fund	Cina	30%	63%	7%
National Wealth Fund	Russia	10%	90%	
<i>Per riferimento¹</i>				
<i>Fondi comuni di investimento</i>		39%	44%	17%
<i>Fondi pensione</i>		39%	43%	19%
<i>Fondi assicurativi</i>		28%	48%	24%

Fonte: Banca d'Italia, dati a fine 2011

1) Fonti OCSE

5° FORUM BANCA & IMPRESA

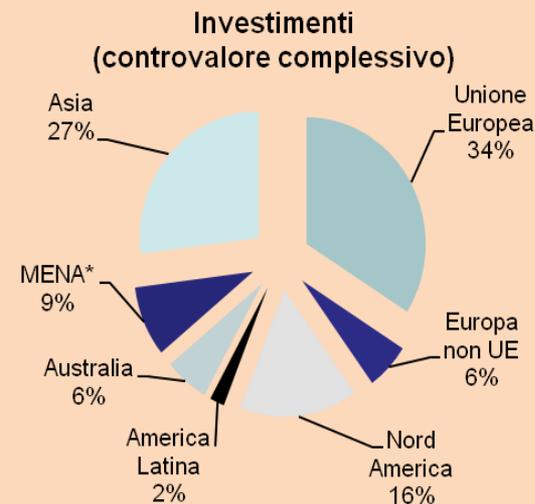
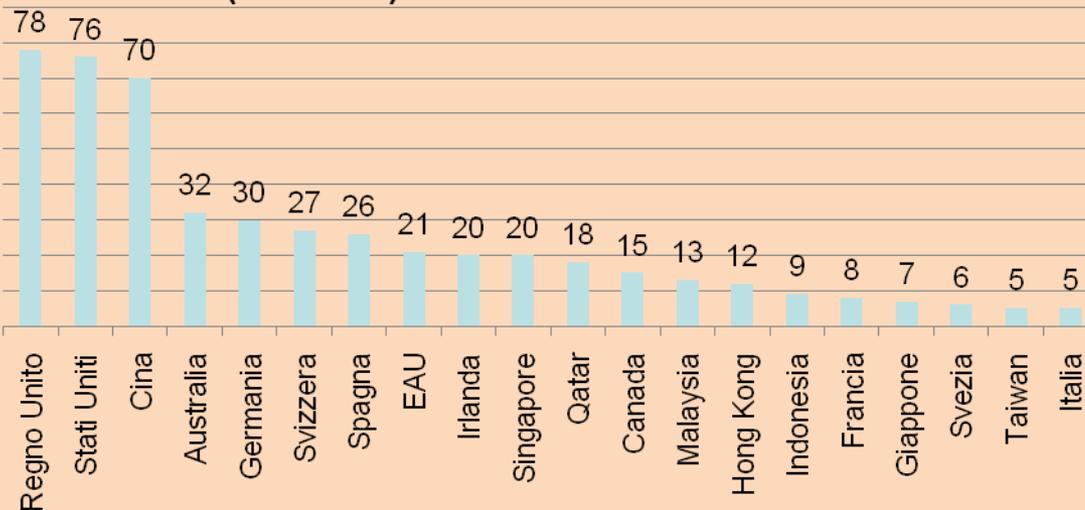
IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



Asset allocation per area geografica

- Dal punto di vista dell'allocazione geografica, tra il 1990 ed il 2010, i SWF hanno distribuito le loro attività d'investimento azionario in 97 paesi: il Regno Unito è il primo paese in termini di valore complessivo (circa USD 78 miliardi), gli Stati Uniti hanno rappresentato la prima destinazione in termini di numero di operazioni di investimento (circa 348)

Investimenti (USD mld)



5° FORUM BANCA & IMPRESA

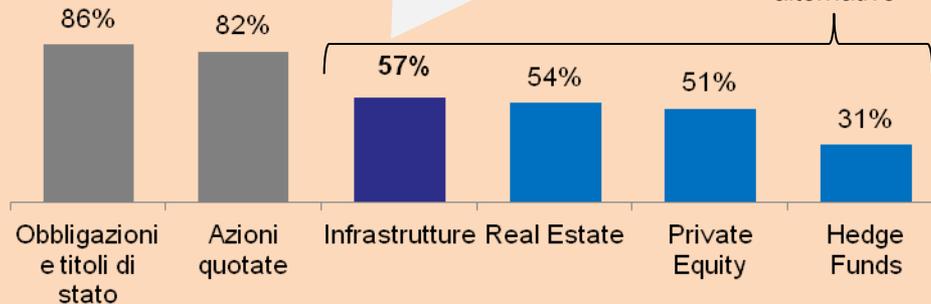
IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



L'interesse dei SWF per le infrastrutture

Dati 2013

% fondi



Nel 2013, il 57% dei SWF ha investito in infrastrutture

Classi di investimento c.d. "alternative"

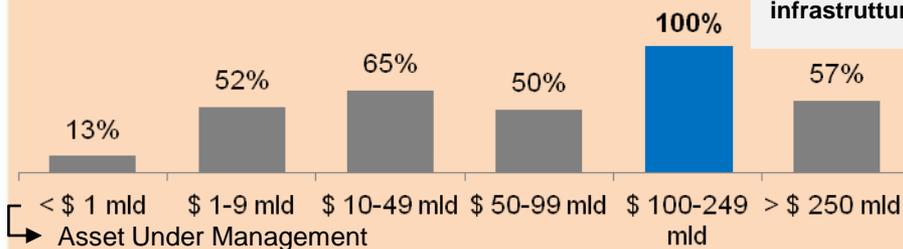
Razionale

- Rendimenti stabili su orizzonti temporali di lungo termine
- Dimensione rilevante dell'investimento
- Profilo di rischio limitato
- Contributo allo sviluppo della crescita economica nel paese di riferimento o sulla base di accordi intergovernativi

Grandi fondi per grandi opere e con investimenti diretti

Dati 2013

% fondi con investimenti in infrastrutture



Nel 2013 il 100% dei grandi SWF hanno investito in infrastrutture



L' 84% dei SWF investe direttamente grazie all'esperienza nel settore, anche attraverso team/fondi dedicati²

1) Per investimenti indiretti si intende l'erogazione di un commitment in altri fondi infrastrutturali

2) Ad esempio Wren Hause, fondo infrastrutturale istituito dal Fondo Sovrano del Kuwait (KIA)

Fonte: Prequin, SWF Review 2014; studi di settore

5° FORUM BANCA & IMPRESA

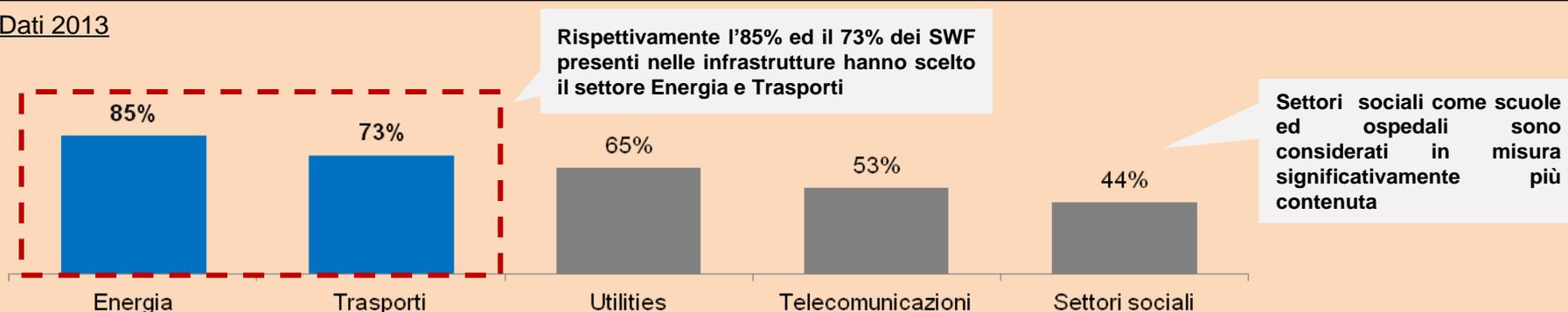
IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



L'interesse dei SWF per le infrastrutture (segue)

Focus su energia e trasporti

Dati 2013



L'interesse è destinato a crescere nei prossimi anni

- Le infrastrutture rimangono una componente “tipica” del portafoglio di questi investitori
- Sebbene la percentuale di SWF che investono attivamente nel settore sia rimasta sostanzialmente stabile negli ultimi 12 mesi, molte di queste istituzioni stanno espandendo i propri portafogli infrastrutturali sia a livello internazionale che domestico
- Considerando il crescente fabbisogno di capitali per questo tipo di investimenti, il fenomeno dell'interesse dei SWF crescerà ulteriormente nei prossimi anni

5° FORUM BANCA & IMPRESA

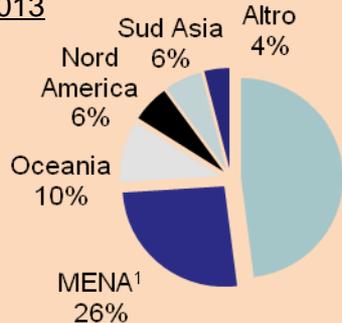
IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



Le infrastrutture Europee: “trophy asset” per i SWF

Investimenti in infrastrutture europee

2005-2013



Grazie ad elevati standard istituzionali e qualità della regolamentazione, investiti USD 25mld in Europa nel periodo 2005-2013

Settori target

2005-2013



Aeroporti



Infrastrutture gas

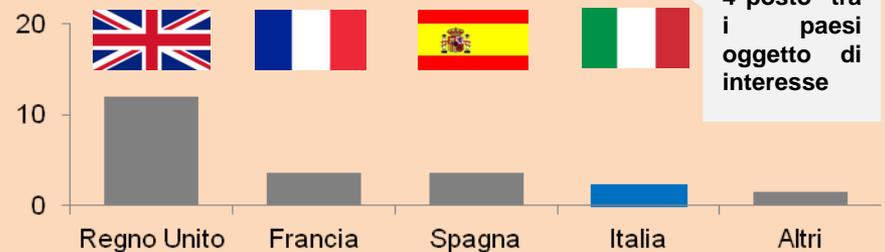


Ciclo idrico

Paesi target

2005-2013

USD mld



L'Italia è al 4° posto tra i paesi oggetto di interesse

Top 3 tra i SWF

2005-2013

جهاز قطر للاستثمار
QATAR INVESTMENT AUTHORITY



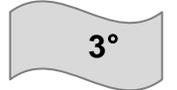
USD 6,5mld



USD 9,3mld

ADIA

جهاز أبوظبي للاستثمار
Abu Dhabi Investment Authority



USD 3,8mld

1) Medio Oriente e Nord Africa
Fonte: SovereignWealthCenter.com; studi di settore

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



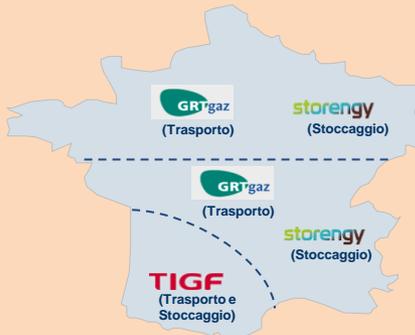
Il caso TIGF

L'Operazione

- Nel Luglio 2013 Snam, EdF e GIC hanno acquisito il 100% di TIGF da Total per un controvalore di € 2,4 mld¹
- TIGF è il secondo operatore francese, dopo GdFSuez, nel settore del trasporto e stoccaggio di gas in Francia

Overview di TIGF

- Area Sud-Ovest della Francia
- 5.000 km di rete di trasporto gas (14% della rete francese)
- 2 siti di stoccaggio (5,7 bcm di capacità), ca. 20% della capacità di stoccaggio francese



Dati 2012A

- Ricavi € 363 mln
- EBITDA adj: € 247 mln

1) Enterprise Value.

Fonte: elaborazione del caso sulla base dei comunicati stampa di Snam, EDF e GIC del 30/07/2013, della presentazione Snam del 10/10/2013, documenti societari e web site

Struttura dell'operazione



Key takeaways

- Asset in posizione geografica strategica con importanti prospettive di crescita in un contesto regolatorio evoluto
- Elevata stabilità e visibilità sui cash flow attesi
- Consorzio con partner di grande rilievo dal punto vista industriale a livello europeo (Snam) e nazionale/istituzionale (EdF)
- Società non quotata
- Esborso finanziario per gli azionisti limitato grazie ad un finanziamento bancario (non recourse) per l'acquisizione, preservando il profilo di rischio di TIGF in linea con il livello investment grade

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



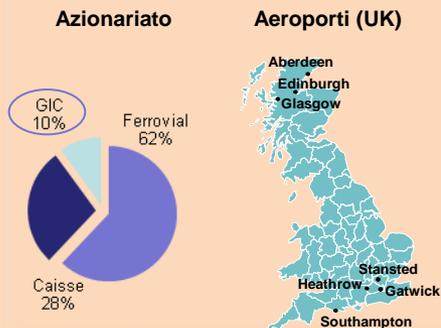
Il caso Heathrow Airport Holdings (HAH)

L'Operazione

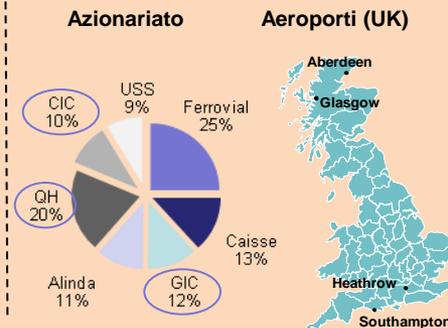
- Nel 2006 un consorzio composto da Ferrovial (62%), Caisse de Dépot et Placement du Quebec (28%) e GIC (10%) ha acquisito il controllo di BAA (successivamente denominata Heathrow Airport Holdings – HAH), per un EV di ca. GBP16mld (EV/EBITDA >16x)
- Successivamente HAH ha ceduto numerosi asset e, parallelamente, i soci originari del consorzio hanno ridotto le loro quote in favore di SWF e altri investitori istituzionali di lungo termine
- Tra i principali asset ceduti vi è stato l'aeroporto di Gatwick (GTW), acquisito dal fondo GIP nel 2009 per GBP1,5mld. Negli anni successivi, anche in GTW sono entrati SWF e altri investitori istituzionali

Overview di HAH

2006



2014



Principali cambiamenti azionari di HAH e GTW

2006	Ferrovial, Caisse e GIP acquistano il 100% di BAA (oggi HAH)
2009	GIP acquista il 100% di Gatwick
2010	NPS, ADIA, CalPers e Future Fund of Australia entrano nell'azionariato di Gatwick con ca. il 58% (GIP mantiene la maggioranza relativa del 42%)
2011	Alinda acquista una quota di minoranza qualificata di HAH
2012	Qatar Holding (QH ¹) e, successivamente, China Investment Corporation (CIC) acquistano quote di minoranza qualificata di HAH
2013	Universities Superannuation Scheme (USS) acquista una quota di minoranza qualificata di HAH

Key takeaways

- Nonostante le numerose cessioni di asset, HAH ha attratto investitori considerato il controllo del principale aeroporto UK (Heathrow è percepito come tipico trophy asset)
- Il settore aeroportuale interessa i SWF per la combinazione della protezione dal downside, in quanto business regolato, e l'esposizione a potenziale upside, legato allo sviluppo del traffico
- L'orizzonte di lungo termine dei SWF consente di gestire i rischi dell'investimento
- La presenza di un investitore "pivot" con capacità di gestione (Ferrovial, GIP) ha funzionato come elemento di attrazione per i SWF

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



I SWF competono con un'ampia platea di investitori

- Elevati livelli di liquidità a disposizione dei fondi infrastrutturali
- USD 38mld raccolti da 47 fondi infrastrutturali nel 2013 (il più grande ammontare dal 2008)
- Crescente interesse per il settore da parte di fondi pensione e gruppi assicurativi

“Institutional investors (...) have a wall of money looking for a home in relatively safe, reliable assets”
Infrastructure Investor, 2013

*“A strong year for infrastructure in 2013 [...] The global unlisted infrastructure industry has seen a successful 2013 in terms of fundraising, increasing 31% compared to the year-ago period. A report from Prequin finds there was **USD38bn raised by 47 infrastructure funds holding a final close in 2013, the largest amount of capital raised in any year since 2008** when 59 funds raised USD41bn”*

BenefitsCanada, 2014

“Pension investors are looking at these asset classes as a way to get away from equity risk [...] They want the returns that look like equity but don't want the variability associated with it – the market volatility”

BenefitsCanada, 2014

*“The insurers are coming [...]. The same kind of characteristics that have attracted pension funds – such as **stable long-term inflation-protected cash flows and attractive spreads** – apply equally to insurers”*

Infrastructure Investor, 2013

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



Back-up

5° FORUM BANCA & IMPRESA

IL DOPO CRISI: IL CREDITO ALLE IMPRESE TRA VINCOLI E OPPORTUNITÀ



Principali recenti transazioni dei SWF in infrastrutture in Europa

Data annuncio	Target	Nazionalità	Settore	Acquirente	Valuta	Valore della transazione (mln) ¹	Quota acquisita
Investimenti in società non quotate							
05/02/2013	TIGF	Francia	Infrastrutture gas	Snam (45%), EdF (20%) e GIC (35%)	€	2.400	100%
31/10/2012	Heathrow Airport	Regno Unito	Trasporti	China Investment Corp	GBP	450	10,0%
17/08/2012	Heathrow Airport	Regno Unito	Trasporti	Qatar Investment Authority	GBP	900	20,0%
16/05/2012	Open Grid Europe (E)	Germania	Infrastrutture gas	Macquarie (24,11%), MEAG (18,75%), British Columbia IM (32,15%), ADIA (24,99%)	€	2.900	100%
20/01/2012	Thames Water	Regno Unito	Ciclo Idrico	China Investment Corp	GBP	500	8,7%
13/12/2011	Thames Water	Regno Unito	Ciclo Idrico	Abu Dhabi Investment Authority - ADIA	GBP	undisclosed	10,0%
16/11/2011	Tarraco Port	Spagna	Trasporti	Qatar Investment Authority (95%), MB92 ² (5%)	€	undisclosed	100%
06/06/2011	Gassled	Norvegia	Infrastrutture gas	CPPIB (40%), Allianz (30%), ADIA (30%)	€	2.229 ³	24,1%
20/12/2010	Gatwick Airport	Regno Unito	Trasporti	Australian Government Future Fund	GBP	128	17,2%
04/02/2010	Gatwick Airport	Regno Unito	Trasporti	ADIA (15%), NPS (12%), Calpers (12,7%)	GBP	331	39,7%
11/03/2008	Sintonia (Atlantia)	Italia	Trasporti	GIC	€	(4)	17,7%
Investimenti in società quotate							
22/06/2012	Eutelsat	Francia	Telecom.	China Investment Corp	€	385	7,0%
11/03/2011	Iberdrola ⁵	Spagna	Utilities	Qatar Investment Authority	€	2.021	6,2% ⁶
11/12/2010	Areva ⁵	Francia	Utilities	Kuwait Investment Authority (4,8%), Governo Francese (2,4%)	€	900	7,2%
16/04/2010	Veolia ⁵	Francia	Utilities	Qatar Investment Authority	€	647	5,0%
19/01/2010	Vinci	Francia	Costruzioni e Infrastrutture	Qatar Investment Authority	€	1.292	5,8% ⁷

- Pubblicità delle operazioni limitata
- Interesse in società non quotate e quotate
- Partecipazioni prevalentemente di minoranza
- Diritti di governance (soprattutto in caso di non quotate) nella forma di negative control a protezione del proprio investimento
- Una sola transazione di rilievo rispettivamente (i) avente ad oggetto società/asset italiano (Sintonia) e (ii) con la partecipazione di un partner industriale italiano (TIGF)

1) Equity value pro quota eccetto per l'operazione TIGF (Enterprise Value 100%)

2) Marina Barcelona 92

3) NOK 17,35 mld convertiti al tasso di cambio €/NOK 0,128 al 3/06/2011

4) Quota attualmente detenuta raggiunta attraverso la sottoscrizione di diversi aumenti di capitale per un totale di ca. € 1 mld

5) Attraverso aumenti di capitale riservati

6) Quota attualmente detenuta pari a 9,5%

7) Quota attualmente detenuta pari a 5,2%