



Il Sole 24 ORE

Fondato nel 1865
Quotidiano
Politico Economico Finanziario Normativo

A tu per tu
Manfredi Catella
«NEL REAL
ESTATE PENSARE
PER QUARTIERI,
NON PER EDIFICI»

Paola Dezza — a pag. 10



cdp 
Investiamo nel domani

Alitalia, proroga sempre più vicina — P. 2

Corbyn: per la Gran Bretagna più tasse e più spesa — P. 7

Hong Kong, voto locale dopo sei mesi di proteste — P. 7

domenica

Il tempo
e la visione
Dio abita
all'ultimo
piano di sette
palazzi

di **Giulio Busi** — a pag. 23



Ritratti italiani
Il Sole 24 Ore
torna in libreria

di **Giuseppe Lupo** — a pag. 25

.lifestyle

L'itinerario
Non solo
Città Vecchia
Alla scoperta
della Praga
effervescente

di **Giambattista Marchetto**
— a pag. 19



Natale
Caccia ai regali
fra i mercatini

di **Maria Teresa Manuelli**
— a pag. 20

lunedì

Nuovi limiti
al contante
Quali sono
gli sconti
più a rischio

Riforma Pir con Casse e fondi pensione

Manovra 2020. Regole meno rigide:
possibile investire su più piani
Spunta la proroga per il bonus verde

Il rilancio dei Piani di risparmio (Pir) passerà anche per gli investimenti di Casse di previdenza e fondi pensione: dal 1° gennaio 2020 verrà abolito il limite, già in vigore per le persone fisiche, di detenere un solo Pir; unico vincolo sarà quello di investimenti in Pir per un massimo del 10% dei patrimoni. Lo prevede un emendamento al Dl fiscale collegato alla manovra, condiviso tra maggioranza e opposizione, che sarà messo al voto domani in commissione Fi-

nanze alla Camera. Intanto al Senato diventa più chiaro il quadro delle correzioni che i gruppi vogliono apportare alla manovra. Tra queste, su cui convergono gli emendamenti di opposizione e maggioranza, c'è la conferma nel 2020 del "bonus verde". Il ministro Gualtieri: la plastic tax sarà ridotta. Nel Governo prosegue la scrematura sui 200 emendamenti dei ministeri, ridotti a 40.

Mobili, Rogari e Ferrando
— a pagina 3

M5S SOTTO PRESSIONE

Grillo blinda Di Maio e rilancia:
nuovo patto di governo a gennaio

Emilia Patta — a pag. 5

Fondi infrastrutturali nuovi protagonisti

L'INCHIESTA

Nell'era dei rendimenti a zero le asset class alternative conquistano spazio. In particolare, crescono i fondi che investono in strade, energia e housing sociale: i fondi infrastrutturali in Europa hanno già masse oltre i 160 miliardi. Da stru-

menti riservati agli investitori professionali, ora si aprono al retail: offrono rendimenti a due cifre ma con orizzonti di 10-15 anni. Grandi patrimoni e carenze infrastrutturali pongono l'Italia al centro. Ma le infrastrutture sono un campo complesso: oltre alla redditività entrano in gioco normative, bandi e iter burocratici

Gennai e Incorvati — a pag. 9

Risorse e tirocini al palo Scuola-lavoro bloccata

FORMAZIONE

Scarso orientamento,
pratica ridotta, troppo
poca istruzione tecnica

Pochi laboratori, tirocini al palo, scarso orientamento a tecnici e professionali: a pochi, nel Governo, sembrano interessare i cronici ritardi della scuola italiana e il grido di allarme delle imprese, con assunzioni che non si concretizzano perché mancano candidati con le competenze adeguate richieste. — Servizio a pagina 12


Gianni Brugnoli.
Vice
presidente
Confindustria

Intervista
Brugnoli:
la formazione
deve ritornare
centrale

Claudio Tucci — a pag. 12

LETTERA AL RISPARMIATORE

Eurotech, partnership e M&A
per fare il salto di fatturato

Vittorio Carlini — a pag. 14

LA CONTESA CON BOLLORÉ



I protagonisti. La famiglia Berlusconi (da sinistra Pier Silvio e Marina) in trattativa con Vincent Bolloré (a destra)

Mediaset, mandato a Pier Silvio su Vivendi

I Berlusconi compatti sulla contesa con Bolloré. Ieri una riunione di famiglia con Silvio Berlusconi e Marina ha affidato all'ad del Biscione, il figlio Pier Silvio, pieno mandato a orientare da domani le nuove trattative con Vivendi per l'uscita dei francesi. «No 2,77 euro per azio-

ne, no accordo» è la posizione della famiglia per il passaggio del pacchetto che oggi è custodito dalla Simon fiduciaria del gruppo Ersel, quel 19,193% del 28,8% rastrellato dai francesi. Ma c'è il conguaglio extra per interessi e dividendi.

Antonella Olivieri — a pag. 8

Ex Ilva, piano con incentivi green

LA CRISI DELL'ACCIAIO

Passi avanti verso la normalità all'acciaieria ex Ilva di Taranto: secondo fonti vicine ad ArcelorMittal, il 60% delle fatture scadute dell'indotto saranno saldate entro due settimane. E la produzione è in marcia secondo un normale livello.

Quanto al negoziato governo-azienda, si studia un piano indu-

striale, a 7 anni, per la transizione verso un modello produttivo più ecologico; ipotesi di una newco partecipazione pubblica. Resta il tema dell'immunità penale, su cui si starebbe negoziando sottotraccia. I sindacati: rispettare l'intesa del 2018, i 10.700 assunti non si toccano. Sul fronte giudiziario, infine, si profila una tregua fino a fine anno.

Fotina, Galimberti, Palmiotti,
— a pagina 2

I NODI DEL GAS

Gnl, Italia prima
in distributori
ma rifornimenti
solo dall'estero

Raoul de Forcade — a pag. 13

EUROZONA

IL RIORDINO DEL MES E I LIMITI ALLA BCE

di **Sergio Fabbrini**

C'è chi pensa che la riforma del Meccanismo europeo di stabilità (MES) costituisca un passo in avanti verso la stabilizzazione finanziaria dell'Eurozona. C'è chi pensa invece il contrario. Si tratta di una discussione importante che manifesta, però, un limite altrettanto importante. Si discute di alberi senza avere un'idea della foresta. È possibile alzare lo sguardo e allargare la vista?

Cominciamo dall'inizio. L'Eurozona è un regime di politiche pubbliche che coinvolge i 19 Paesi che condividono oggi la stessa moneta (l'euro). Essa è costituita da due pilastri istituzionali. Una Banca centrale europea per la gestione della politica monetaria (pilastro sovranazionale) e 19 governi nazionali per la gestione delle politiche economiche, fiscali e di bilancio (pilastro intergovernativo). Questo fu il compromesso raggiunto a Maastricht nel 1991. Come tutti i compromessi, anch'esso avrebbe potuto evolvere in una direzione (sovranazionale) o in un'altra (intergovernativa). Il Patto di stabilità e crescita (PSC), introdotto subito dopo Maastricht, ha rafforzato la logica intergovernativa, senza però ridimensionare quella sovranazionale. La Commissione (organo sovranazionale) si è vista assegnare importanti compiti di sorveglianza macroeconomica dei bilanci nazionali, anche se tale attività avrebbe dovuto svolgersi entro i parametri stabiliti dai governi nazionali (che si coordinano nel Consiglio dei ministri e nel Consiglio europeo). La crisi post-2008 ha fatto saltare quel compromesso, rafforzando la logica intergovernativa a danno di quella sovranazionale. Durante e dopo la crisi dell'euro sono state approvate misure legislative e introdotti trattati intergovernativi che hanno condotto verso una maggiore integrazione dell'Eurozona, ma non (come avrebbe sperato Jean Monnet) ad una sua sovra-nazionalizzazione.

— Continua a pagina 10

TITOLI ILLIQUIDI

QUEI PERICOLI CHE BERLINO SOTTOVALUTA

di **Marcello Minenna**

A inizio mese il ministro delle Finanze tedesco Scholz ha proposto di completare l'unione bancaria tramite un sistema sovranazionale di riassicurazione dei depositi, chiamato cioè ad intervenire solo in subordine ai fondi di garanzia nazionali.

Dei 18 mila miliardi di euro depositati presso le banche dell'Eurozona, il 33% circa sono protette dai fondi di tutela nazionali. Tali fondi hanno però risorse limitate, che potrebbero non bastare specie in caso di contagio o corse agli sportelli, richiedendo l'intervento dello Stato (e quindi dei contribuenti), il che spiega l'importanza di una rete sovranazionale di protezione dei depositi per salvaguardare la stabilità finanziaria.

— Continua a pagina 14

170 1850
2020

Cassa Depositi e Prestiti
**INVESTIAMO
NEL DOMANI**

Scopri i nuovi Buoni Fruttiferi Postali
e le altre iniziative previste
per l'avvio del 170° anno
di attività di CDP

cdp.it/170

cdp 

Messaggio pubblicitario

L'inchiesta

ECONOMIA REALE E FINANZA L'asset class del momento

Con i tassi a zero cresce l'appel dei veicoli che investono nelle grandi opere: in Europa hanno già raccolto oltre 160 miliardi, più del real estate. Grandi patrimoni e carenze infrastrutturali pongono l'Italia al centro

Reti, strade, energia: la corsa dei fondi è alle infrastrutture

Andrea Gennai e Lucilla Incorvati

Le reti stradali e quelle energetiche, le fonti rinnovabili e l'housing sociale hanno un futuro roseo. In un mondo di rendimenti a zero le asset class alternative conquistano spazio e accanto al private equity si fanno largo i fondi in infrastrutture. Da strumenti fino ad oggi riservati solo agli investitori istituzionali e/o professionali, stanno per atterrare nel mondo retail (nel 2020 dovrebbe arrivare i prodotti a marchio Azimut e Cardiff). Probabilmente con delle mitigazioni sulla durata che, essendo in genere di 10/15 anni, non li rendono sempre adatti ai piccoli risparmiatori.

Non solo. «Le infrastrutture italiane sono nel mirino degli investitori internazionali che, oltre al real estate e agli Npl - sottolinea Fabrizio Arengi Bentivoglio, ad di Fidia Holding - per mitigare il rischio Paese guardano soprattutto alle grandi infrastrutture del Paese come la rete Telecom, la rete autostradale e quella ferroviaria. Non mi riferisco solo a operatori statunitensi ma anche e soprattutto ai cinesi che hanno progressivamente attuato un piano strategico di acquisizione dei porti italiani, investimenti la cui motivazione strategica - stabile presenza in Italia e più in generale in Europa - si affianca agli obiettivi redditività».

Secondo l'ultimo rapporto dedicato agli alternativi di Amundi e Preqin, i fondi che investono in infrastrutture in Europa hanno masse oltre i 160 miliardi, superando il real estate. Sul fatto che la caccia al rendimento spingerà ancor più in futuro questa classe di attivo ne è convinto anche Reji Vettasseri di Decalia Am. «I tassi di interesse non mostrano segnali di ripresa - spiega - e si stima che i fondi infrastrutturali abbiano già circa 500 miliardi di dollari di asset in gestione».

Altra ragione d'attrazione è legata al fatto che come tutti gli asset alternativi è decorrelato e quindi buono in momenti di volatilità. Tuttavia, le infrastrutture sono un campo complesso dove non ci si improvvisa: oltre al tema della redditività entrano in gioco normative, bandi e iter burocratici.

Tra i fondi operativi, spiega Giovan-

ni di Corato, ad di Amundi Real Estate Italia Sgr, «la principale categorizzazione è tra brownfield (acquisizione di infrastrutture esistenti di solito in processi di privatizzazione) e greenfield (progetti nuovi/ sviluppo eventualmente con partnership pubblico privato). I settori di intervento sono molto diversi. Si va dai trasporti, agli aeroporti, passando per l'energia».

In Europa lo scorso anno quasi la metà dei deal, in termini di controvalore, ha interessato le energie rinnovabili. «L'investimento - continua Di Corato - ha una durata di lungo termine per poter produrre effetti con un target tra 10 e 15 anni. Le previsioni di rendimento sono interessanti e si attestano poco sopra le due cifre». I fattori di rischio sono legati ai tassi di interesse e ai regolatori visto che spesso si tratta di servizi pubblici. Il comparto è molto sviluppato negli States e in Asia. «I ritorni variano in base al settore dove si investe, se un asset è ancora in costruzione, oppure se è

È un investimento con ritorni a due cifre che si apre al retail ma richiede orizzonti di almeno 10-15 anni

operativo e genera flussi di cassa - gli fa eco Carolyn Pearce di Infracapital. - Fino a oggi ci sono stati afflussi meno significativi nei progetti greenfield, ma il passaggio a infrastrutture "verdi" più sostenibili e le nuove tecnologie creano significative opportunità di investimento anche in Italia, dove c'è una forte propensione per gli asset brownfield».

Ma proprio in Italia con la ben nota carenza infrastrutturale e l'abbondante liquidità questi fondi hanno interessanti prospettive. Lo conferma anche Carlo Michellini, direttore generale di F2i Sgr, maggiore gestore indipendente italiano che vi ha già raccolto capitali per circa 5 miliardi, di cui quasi la metà da istituzioni estere. «Dopo 12 anni di attività abbiamo dimostrato che anche in Italia si può investire nelle infrastrutture - spiega - in particolare nelle operazioni di brownfield. Fino a oggi ci siamo concentrati in trasporti, logistica, energie

rinnovabili, reti telecomunicazioni e infrastrutture socio-sanitarie e abbiamo favorito l'investimento e il consolidamento delle nostre aziende. Pensiamo che ci siano altri settori come le autostrade, le infrastrutture delle telecomunicazioni che possono esprimere valore sempre con un'ottica alla sostenibilità nel tempo del progetto e della sua realizzazione». Come spiega Michellini, la durata dei fondi e i rendimenti realizzati fino a oggi (in media 10/12 anni e 5/6% annuo oltre alla valorizzazione del capitale) hanno sposato bene le esigenze di compagnie di assicurazioni e fondi pensione. «La clientela hnw è risultata più interessata a prodotti di private equity (3/4 anni) - aggiunge - Penso che per soddisfare la domanda della clientela retail potrebbe essere più opportuno l'apporto di specialisti che ad esempio comprano quote di fondi chiusi e poi impacchettano soluzioni con durate più consoni ai piccoli investitori».

La soddisfazione dell'investitore sta molto a cuore anche a Eugenio de Blasio, ceo di Green Arrow Capital, uno dei principali player nel campo delle infrastrutture con asset per 1,7 miliardi di euro in tre comparti, private equity, private debt e infrastrutture. «In Italia - spiega de Blasio - questo tipo di investimento si presterebbe molto bene per i fondi pensione ma oggi su oltre 300 miliardi gestiti solo il 5% è dedicato a questo segmento contro il 30-40% in Europa. Sarebbe una modalità per garantire rendimenti più alti al mondo previdenziale e allo stesso tempo mettendo a disposizione risorse fresche per il rilancio delle infrastrutture in Italia. La performance dei nostri fondi nelle infrastrutture energetiche in passato sono stata tra il 9 e l'11%».

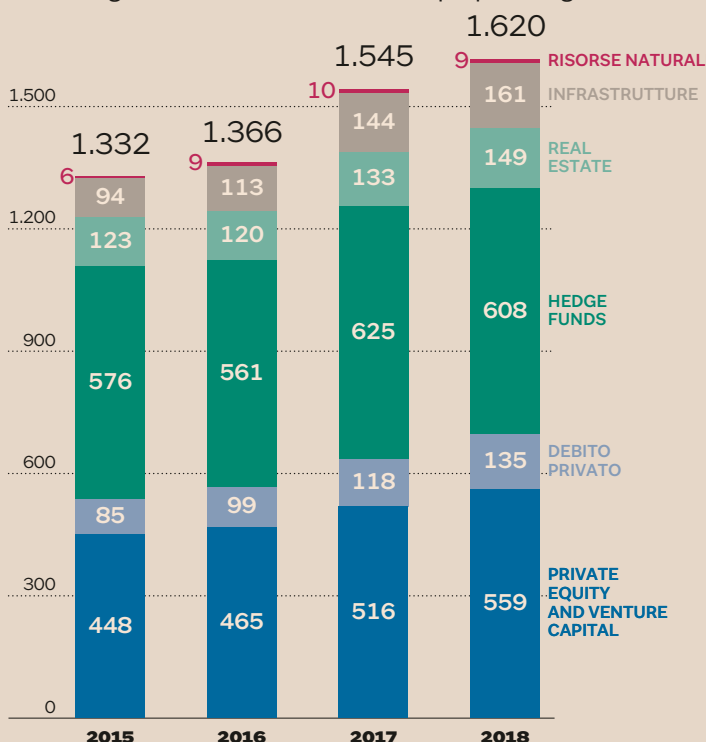
Un segmento molto battuto non solo in Italia. La ragione la spiega Diego Biasi, ad di Quercus Investment Partners che dopo aver venduto il 100% dei suoi fondi proprio a Green Arrow, ora sta progettando di nuovi. «Assicuro flussi di cassa piuttosto alti pur in un contesto di basso rischio - dice - per questo con giusti investimenti in Italia e in Europa c'è spazio per fondi con durate fino ai 20/25 anni. Ha buone prospettive anche la logistica». Perché l'e-commerce è un trend di lungo periodo e va seguito.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Il mondo degli alternativi

IN CRESCITA

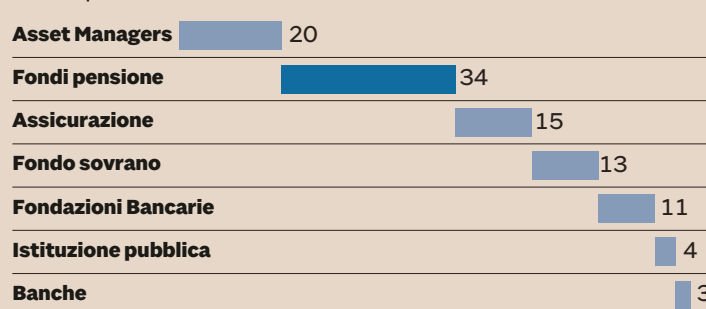
Gli asset gestiti dai fondi alternativi europei per categoria. In mld €



Nota: dati a giugno 2018. Fonte: Preqin

GLI INVESTITORI DEL FONDO F2iIII

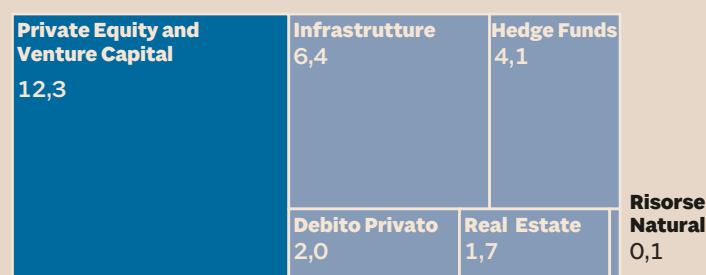
Dati in percentuale



Fonte: F2i Sgr

IL QUADRO

Gli asset alternativi italiani per categoria. In mld €



Nota: dati a giugno 2018. Fonte: Preqin

INTERVISTA

Agostino Papa. Avvocato, partner di DLA Piper

«Il Fia lo strumento più adatto per soddisfare più obiettivi»

Avvocato Papa, per investire oggi nelle infrastrutture quali sono i veicoli più opportuni per gli istituzionali?
I fondi infrastrutturali italiani che hanno il maggior track record appartengono al mondo del private equity, ma ci sono state anche delle esperienze significative nel mondo dell'immobiliare, perché talvolta parlando dell'universo infrastrutture (ad esempio all'ambito delle energie rinnovabili) la linea di demarcazione tra fondi di private equity e fondi immobiliari non è sempre chiara e può dipendere da diversi obiettivi di ritorno e rischio applicabili allo stesso investimento target (dal lato dell'infrastruttura o del suo gestore).

Che prospettive vedete con il coinvolgimento degli investitori retail?
Riscontriamo un grosso interesse del mercato in questo senso. Grazie all'apporto del mondo retail, su iniziative che hanno un profilo di rischio tutto sommato contenuto o predefinito e calcolabile, si può pensare di re-

alizzare grandi operazioni come è accaduto all'estero. Pensiamo alle infrastrutture sociali, grandi Rsa, ospedali, scuole, ma anche infrastrutture logistiche o turistiche, tipicamente realizzabili in project financing. Peraltro il mondo retail può essere anche considerabile non già come l'investitore



L'ESPERTO
Agostino Papa. Si è specializzato in normativa nell'ambito delle attività finanziarie

principale, ma il coinvestitore ideale per gli operatori di mercato.

Dunque, fondo Fia o fondo Ucits?
Se parliamo di fondi infrastrutturali - e non ad esempio di investimenti indiretti in società quotate che gestiscono infrastrutture - si rientra comunque e tipicamente nel mondo dei Fia (fondi di investimento alternati-

vi) chiusi, prodotti gestiti da intermediari autorizzati e vigilati ai sensi della Direttiva sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (Aifmd). Al momento, a nostro avviso, la soluzione fondo di investimento o Sica è quella che sembrerebbe più idonea per una serie di ragioni, sia per gli investitori istituzionali che per i retail. In primis perché consente, soprattutto quando c'è una forte componente immobiliare, una struttura fiscale efficiente e poi da un punto di vista prudenziale un trattamento positivo, che ben si concilia con le esigenze delle assicurazioni o degli enti previdenziali; a questo si aggiunge l'affidamento della gestione a soggetti professionali e vigilati. Esisterebbero in teoria altre soluzioni, anche sviluppate attraverso strutture societarie o le recenti norme in tema di veicoli di cartolarizzazione, ma paiono ancora allo stato non immediatamente preferibili rispetto all'utilizzo dei Fia.

—L.I.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Eni + Silvia
è sempre attenta a non sprecare acqua

Eni + Silvia è meglio di Eni.

INSIEME ABBIAMO UN'ALTRA ENERGIA