

"Economia dell'Energia e dell'Ambiente."

a.a. 2019/20

Lezione 11

Investimenti per la sostenibilità e strumenti di finanziamento

Roberto.Fazioli@unife.it

Dipartimento di Economia e Management,

Università di Ferrara

Financing New European Green Deal

Il cosiddetto **European Green Deal** prevede di raggiungere l'Obiettivo della Neutralità Ambientale con una tabella di marcia con azioni volte a:

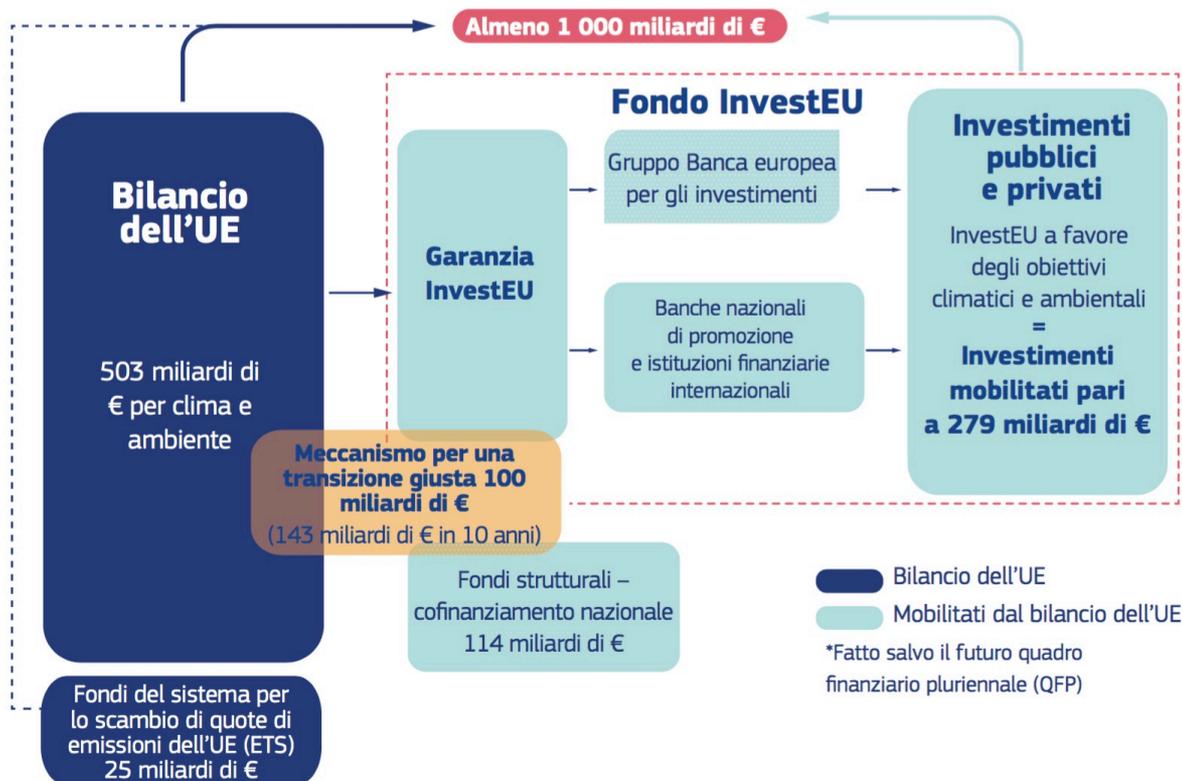
- promuovere l'uso efficiente delle risorse
- passare a un'economia pulita e circolare
- ripristinare la biodiversità
- ridurre l'inquinamento.

Esso illustra gli **investimenti necessari** e gli **strumenti di finanziamento** disponibili e spiega come garantire una transizione giusta e inclusiva. Nel 2050 l'UE avrà un impatto climatico zero (neutralità ambientale). A tal fine abbiamo proposto una legge europea sul clima trasformando l'impegno politico in un obbligo giuridico e in un **incentivo agli investimenti**. Per conseguire questo obiettivo sarà necessaria l'azione di tutti i settori della nostra economia, tra cui:

- investire in tecnologie rispettose dell'ambiente
- sostenere l'industria nell'innovazione
- introdurre forme di trasporto privato e pubblico più pulite, più economiche e più sane
- decarbonizzare il settore energetico
- garantire una maggiore efficienza energetica degli edifici
- collaborare con i partner internazionali per migliorare gli standard ambientali mondiali.

L'UE fornirà inoltre **sostegno finanziario** e assistenza tecnica per aiutare le persone, le imprese e le regioni più colpite dal passaggio all'economia verde. Si tratta del cosiddetto "meccanismo per una transizione giusta", che contribuirà a mobilitare almeno 100 miliardi di euro per il periodo 2021-2027 nelle regioni più colpite.

L'Unione europea si è, quindi, impegnata a diventare il primo blocco di Paesi al mondo a impatto climatico zero entro il 2050, obiettivo che richiede notevoli investimenti sia pubblici (a livello dell'UE e degli Stati membri) che privati. Il piano di investimenti del Green Deal europeo presentato oggi – il cosiddetto "piano di investimenti per un'Europa sostenibile" – farà leva sugli strumenti finanziari dell'UE, in particolare **InvestEU**, per **mobilitare investimenti pubblici e fondi privati che si dovrebbero tradurre in almeno 1 000 miliardi di € di investimenti**. per raggiungere gli attuali obiettivi 2030 in materia di clima ed energia saranno necessari investimenti aggiuntivi pari a **260 miliardi di € l'anno fino al 2030**.



*Le cifre si intendono al netto di eventuali sovrapposizioni tra gli obiettivi in materia di clima e di ambiente e quelli del meccanismo per una transizione giusta

Dal **New European Green Deal** dovrebbe derivarsi un sostegno mirato e conterà di tre fonti principali di finanziamento:

1. Il **Fondo per la transizione giusta**: saranno stanziati 7,5 miliardi di Euro di nuovi fondi UE, che si sommano alla proposta della Commissione per il prossimo bilancio a lungo termine. Per poterne beneficiare, gli Stati membri dovranno individuare i territori ammissibili mediante appositi piani territoriali. Il Fondo concederà sovvenzioni alle regioni: sosterrà i lavoratori, appoggerà le PMI, le start-up e gli incubatori impegnati a creare nuove opportunità economiche in queste regioni. Sosterrà anche gli investimenti a favore della transizione all'energia pulita, tra cui quelli nell'efficienza energetica;

2. **Fondo InvestEU**: fino a 45 miliardi di Euro di investimenti. Lo scopo è attrarre investimenti privati a beneficio delle regioni interessate, ad esempio nei settori dell'energia sostenibile e dei trasporti, e aiutare le economie locali a individuare nuove fonti di crescita; Di fatto, InvestEU fornirà alla Banca europea per gli investimenti e ad altri partner le **garanzie** necessarie a sostenere progetti pionieristici, stimolando altri investitori privati a fare lo stesso. Da qui dovrebbero arrivare altri 279 miliardi, pubblici e privati, tra il 2021 e il 2030.

3. **Prestiti dalla Banca europea per gli investimenti**: investimenti compresi tra 25 e 30 miliardi di Euro. Servirà ad accordare prestiti al settore pubblico, destinati ad esempio agli investimenti nelle reti di teleriscaldamento e alla ristrutturazione edilizia.

La **finanza verde** comprende:

- il finanziamento di investimenti verdi pubblici e privati (compresi i costi di preparazione e di capitale) nei seguenti settori o *Environmental Goods & Services* (gestione della protezione o della biodiversità e dei paesaggi) o prevenzione, riduzione al minimo e compensazione per l'ambiente e l'ambiente (come efficienza energetica o dighe)
- il finanziamento di politiche pubbliche (compresi i costi operativi) che incoraggiano l'attuazione di progetti e iniziative di mitigazione dei danni ambientali e ambientali o di adattamento (ad esempio tariffe incentivanti per le energie rinnovabili)
- componenti del sistema finanziario che si occupano specificamente di investimenti verdi, come il fondo verde per il clima o strumenti finanziari per investimenti verdi (ad esempio obbligazioni verdi e fondi verdi strutturati), comprese le loro condizioni quadro giuridiche, economiche e istituzionali specifiche



La Green Finance: concetto "in divenire"

Dopo la Lezione sulla metodologia del *Life Cycle Assessment*, è ancor più difficile esprimersi chiaramente sui concetti di "green". Se già è difficile affermare cosa sia esattamente la *green economy*, figuriamoci nei riguardi della cosiddetta "*green finance*". Una risposta precisa, definitiva, da manuale, non c'è. In via del tutto preliminare, possiamo dire che la *Green Finance* può essere intesa come la declinazione "*green*" di una varietà di servizi di credito nel contesto della *Green Economy*. L'ipotesi si basa quindi su un'analogia: s'è vero che la finanza tradizionale è finalizzata al supporto dell'economia reale di tipo capitalistico, allora possiamo supporre che la *Green Economy* abbia a supporto una finanza declinata anche secondo la prospettiva "*green*". Come punto di partenza è accettabile ma non è del tutto soddisfacente.

Cosa sono i servizi di credito per l'economia? E cosa per l'economia green? In generale, i servizi di credito sono servizi offerti dagli operatori del mercato del credito: i **datori di fondi (*in surplus*)** offrono credito ai **prenditori (*in deficit*)** che ne fanno domanda. Entrambe le tipologie di operatori hanno il fine di attuare i loro piani operativi. Quindi, mediante i servizi di credito avviene un trasferimento di fondi, differito nel tempo e veicolato dal contratto come prodotto materiale, dal datore al prenditore. Cioè, "oggi" il datore fornisce del credito e lo vedrà restituito dal prenditore ad una "scadenza" secondo certe modalità contrattuali che, in varia misura, vincoleranno questo alla restituzione del credito ottenuto ed al pagamento di un margine d'interessi. La cosa interessante è che, almeno per alcune fattispecie di prodotti finanziari, un contratto sottoscritto da un datore con un prenditore, che lo possiede, può essere anche venduto trasformando così il prenditore in datore verso un soggetto terzo su cui si scarica ogni forma di rischio. Possiamo infine isolare almeno due modi con cui lo scambio di credito può avvenire. Il primo può essere il canale creditizio, cioè la fornitura di liquidità in forma di finanziamento (da parte del datore) di una somma domandata (dal prenditore). Il secondo può essere il canale finanziario nel senso che ricorre ai mercati finanziari e quindi a contratti di compra/vendita per strumenti di varia forma tecnica. Sul primo tema alla presente Lezione è associato un Documento della banca d'Italia al riguardo.

Le classi di attori del mercato del credito "green" sono le medesime che possiamo trovare nel mercato del credito "tradizionale": imprese, consumatori, intermediari, borse ed istituzioni. Ciò che fa la differenza è la causa della domanda di finanziamento. Nel canale creditizio la finanza si può intendere "green" quando fornisce servizi di credito finalizzati a sostenere la spesa per consumi e/o produzioni **green-oriented** o soddisfacimento di bisogni con **criteri green-compliant**. Diverso, invece, è il caso del canale finanziario. In questo caso, infatti, esistono strumenti finanziari appositamente pensati in senso "green" e da impiegare a scopo di speculazione, diversificazione o copertura, e gli investitori possono essere sia consumatori sia imprese. Ad esempio, esistono strumenti finanziari connessi al credito di emissioni (**Emission Trading System**), i derivati climatici (Weather Derivatives, Catastrophe Bonds) tipicamente impiegati per trasferire un rischio puro come quello climatico (alluvioni, grandinate, inondazioni, uragani, deviazioni della temperatura dalla norma) che può colpire le produzioni di particolari settori d'attività economica (ad esempio il settore agricolo, l'energetico, l'idroelettrico e le costruzioni, specie per quel che riguarda le infrastrutture ed il turismo). Dunque, alcuni strumenti non sono impiegati solo per aver cura dell'ambiente o per motivazione nella sostenibilità ambientale di produzioni e consumi, ma anche per curare gli interessi economici di quegli operatori le cui attività possono venire compromesse da eventi climatici oltremodo avversi.

Green Asset Management

- **Green Fiscal Funds:** investendo in una quota di un fondo green o investendo in una **Green Bank**, gli investitori possono vedere i loro utili detassati; gli investitori possono così accettare tassi inferiori e le banche possono offrire fondi per finanziamenti ambientali a condizioni più vantaggiose.
- **Green Investment Funds:** la composizione di questi fondi avviene operando una scelta delle migliori imprese in diversi settori d'attività tenendo però conto di criteri ambientali, cioè il soddisfacimento di alcuni criteri relativi a pratiche o politiche ambientali, indipendentemente dalla produzione purché non escludibili da criteri di carattere sociale.
- **Carbon Funds:** sono fondi finalizzati all'investimento di progetti impegnati nella riduzione delle emissioni impiegando le quote degli investitori nell'acquisto di quote di emissioni.
- **Cut Bond Funds:** poco sviluppati ma in via di espansione per l'interesse da parte del settore agricolo, turistico e delle costruzioni, questi fondi consentono copertura dal rischio fisico collegato ad eventi climatici, sono quindi delle assicurazioni che colmano il vuoto lasciato dalle assicurazioni tradizionali in questo ambito.

Green Private Financing

Investimenti in “green economy” e progetti di energia da fonti rinnovabili sono in crescita in contro-tendenza nel contesto macro-economico globale recessivo. La crisi finanziaria ha innescato una spirale di *deleveraging* delle banche accompagnata da una politica monetaria fortemente espansiva. Malgrado questo scenario, gli investimenti nell'energia verde continuano ad attrarre capitali sia di debito che di rischio e l'Italia non è da meno grazie al favorevole contesto normativo. Oltre al capitale di rischio investito da fondi specializzati per la crescita di aziende *green*, la maggior parte della finanza è debito per la costruzione di impianti di energia pulita. Gli ingranaggi di distribuzione e allocazione del credito appaiono tuttavia ancora inceppati, per il combinato effetto di fenomeni afferenti sia l'offerta (politiche interne, costo del credito) che la domanda (bassa crescita, aspettative). Soluzioni innovative e strumenti di debito alternativo sono disponibili sul mercato per far fronte a tali problematiche e finanziare i progetti d'investimento delle aziende, nella misura in cui questi siano validi e redditizi.

Sponsor financing

Credito bancario (*project finance, leasing*) prevede due approcci principali:

- Approccio *corporate*, in base alla qualità creditizia dell'azienda-sponsor
- Approccio *cash flow based o limited recourse*, senza ricorso all'azienda sponsor, bensì basato sui flussi di cassa del progetto e le garanzie del *security package*

Green bonds

Come per il resto del settore *corporate*, nel corso degli ultimi anni vi è stato un crescente interesse per i titoli di debito come strumenti per finanziare investimenti nell'economia verde:

- Titoli di debito c.d. *corporate*
- Emissioni obbligazionarie da parte di banche sopranazionali dedicate ad investimenti *green* - Emissioni derivanti da operazioni di finanza strutturata (*project bonds, ABS, covered bonds*)

Fondi d'Investimento

Vedi slides successive

Prodotti Green Insurance

- **Auto Insurance:** una strategia che si sta diffondendo in Europa e nel Nord America è la così detta formula assicurativa **Pay as you drive**. Cioè, si vuole incentivare un uso più responsabile dell'auto, sia sotto il profilo della sicurezza sia sotto il profilo dell'inquinamento. In questa formula si lega il premio per il rischio sulla polizza auto direttamente all'uso del mezzo, ad esempio valutando il chilometraggio mediante moderni strumenti di monitoraggio che rilevino "quanto, quando e come" i clienti impiegano l'auto concedendo perfino degli sconti.
- **Home and Business:** sono queste delle forme assicurative specializzate rispetto a quelle d'uso comune nel coprire i rischi connessi all'investimento nel green- building, spesso molto complesso in termini di regolamentazione e molto oneroso in termini di selezione dei materiali. Tra queste formule assicurative si hanno le **Green Building Coverage**, pensate per assicurare gli investimenti operati dai loro sottoscrittori in importanti rifacimenti, ammodernamenti o nuove installazioni di impianti eco-efficienti per l'alimentazione energetica, il riscaldamento, l'isolamento e l'illuminazione dei locali. L'assicurazione consente dunque di coprire eventuali perdite di guadagno conseguente alle opere di conversione degli impianti. Un'altra formula è la **Carbon Neutral Home Insurance**, che è un'assicurazione sulla casa collegata alla riduzione delle emissioni con l'obiettivo di giungere alla **carbon neutrality**. Esiste anche una formula d'assicurazione delle sedi di piccole imprese locate presso zone a rischio ambientale, tipicamente allagamenti: sono le **Covering Environmentally Vulnerable SMEs**.
- **Carbon Insurance:** in questo ambito si trovano due formule assicurative. Le **Covering Carbon Volatility** e **Kyoto Project Risk** sono assicurazioni per coprire il rischio di volatilità del prezzo del carbone ma anche i rischi specifici e connessi al trattato di Kyoto nelle transazioni di **Clean Development Mechanism** e **Joint Implementation**. Non solo, esistono anche forme assicurative che coprono le perdite per l'installatore ed il possessore di impianti quando questi non riescono a corrispondere il risparmio energetico previsto.

Green Retail Banking

- **Green Mortgages:** sono mutui per l'acquisto di abitazioni costruite secondo criteri di efficienza energetica o alimentate con fonti d'energia a basso impatto, l'incentivo per la sottoscrizione di questi mutui è dato dal fatto di applicare un tasso d'interesse più conveniente di quello del mercato tradizionale.
- **Green Equity Loans:** sono prestiti, a tassi agevolati o comunque più convenienti di quelli del mercato tradizionale, finalizzati principalmente all'installazione di apparecchi d'alimentazione energetica da fonti rinnovabili.
- **Green Commercial Building Loans:** sono finanziamenti finalizzati a finanziare l'installazione di impianti secondo i criteri del risparmio energetico, riduzione degli scarti e contenimento delle emissioni; si rivolgono al ramo commerciale e non residenziale.
- **Green Car Loans:** sono prestiti a tassi inferiori di quelli di mercato per acquistare automobili di comprovata efficienza energetica.
- **Green Cards:** sono carte di credito/debito legate ad attività ambientali, cioè prevedono una donazione o investimento *green oriented* da parte dell'emittente in base al valore dell'acquisto operato del possessore della carta
- **Green Deposit:** sono depositi tecnicamente simili ai comuni depositi bancari ma la banca s'impegna ad investire una quota degli utili in attività *green*.

Strategie di
Funding
finanziario

Il finanziamento degli Investimenti Green in Impianti e Infrastrutture.

Altissimi CapEx
(specie rispetto agli OpEx)

IRR di progetto



RRoR

**Problemi crescenti di remunerazione
del capitale finanziario investito**

Problemi crescenti sono correlabili a:

- Variabilità dell'assetto regolatorio (*aumenta la variabilità del Cash-in e, quindi, dell'incertezza e, quindi, dei costi di copertura della varianza*);
- Rischio execution (aumento RRoR);
- Rischio concessorio (incremento RRoR)
- Rischio Funding (la mole del capitale finanziario richiesto induce una crescita del RRoR)

Elevati CapEx spiegano il tradizionale sviluppo degli investimenti infrastrutturali tramite:

- Investimenti Pubblici (*RRoR* bassissimo e *Return Period* lungo);
- Contributi Pubblici a Fondo perduto (abbattimento del RRoR);
- Lunghi periodi concessori con alte tariffe (incremento dell'IRR)

Required Rate of Return correlato a:

Tipologia di Progetto, timing, durata dell'investimento e del Periodo Concessorio, covenants, ecc...

Merito creditizio del Soggetto controparte

Risk Analysis sistemica, collaterals&mitigants sistemici

Risk Analysis specifica collaterals&mitigants specifici

Funding & Financing: focus on green investments

Il ricorso *alla Leva del Debito: senior, junior e mezzanini*

Debito privilegiato in caso di *default*

*Collaterali
Garanzie,
Pegni e ipoteche*

strategia del mix ottimale di finanziamento

finanza strutturata: il capitale (fonte di finanziamento dell'opera pubblica) è "connesso" al processo di costruzione dell'opera.

Leasing in costruendo

Pricing del ricorso alla Leva del Debito

Equity

Lease financing

Emissione di Obbligazioni di Debito: i **Bond**

pricing

Convertibilità – opzioni (put & call)

rating obbligazionario

*accompagnati da garanzie, covenants,
opzioni con cui ridurre il rischio*

greenfield

brownfield

Project Bond vs. **Corporate Bond**: i primi sono specifici al Progetto, i secondi ad un portafoglio di attività

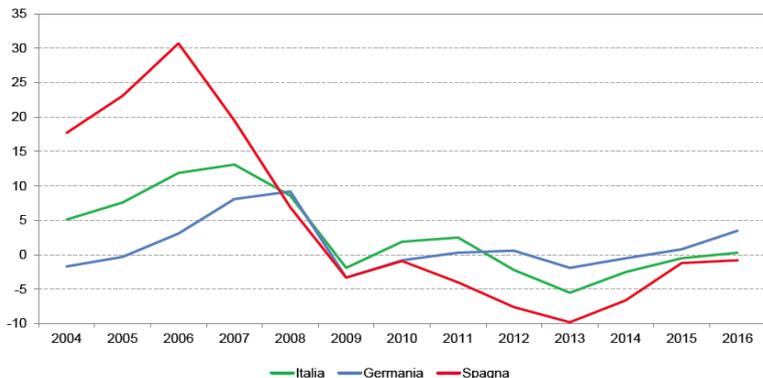
Green Bond

La Crisi Finanziaria

La spirale recessiva determina rischi per la stabilità finanziaria. Il legame di reciproca dipendenza dei bilanci di imprese e banche ha rivelato tutta la sua fragilità durante la crisi:

- in seguito a shock macroeconomici di forte intensità l'onere del debito diventa insostenibile per un numero elevato di imprese
- aumentano le insolvenze e le perdite che innalzano il rischio di credito e riducono la capacità di autofinanziamento delle banche
- le banche riducono l'offerta di prestiti alle imprese
- la penuria di credito rinforza lo shock macroeconomico, ritarda la ripresa

Prestiti alle imprese
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



Prestiti bancari alle imprese (variaz. % yoy)

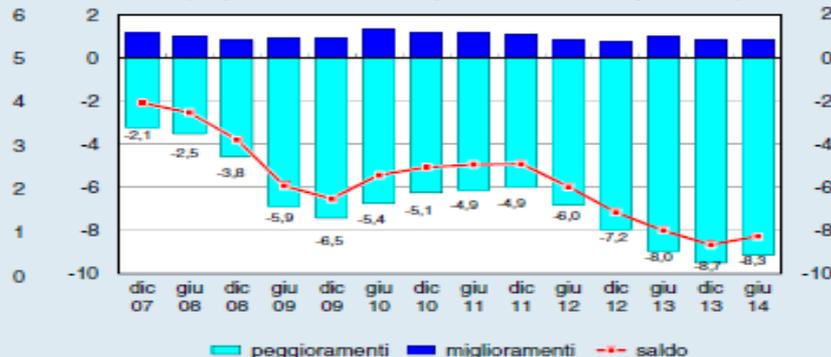


Indicatori della qualità del credito alle imprese

(a) tasso di deterioramento del credito e tasso di ingresso in sofferenza (1)
(valori percentuali)



(b) passaggi dei crediti tra le diverse classificazioni (2)
(in percentuale dei prestiti di inizio periodo)



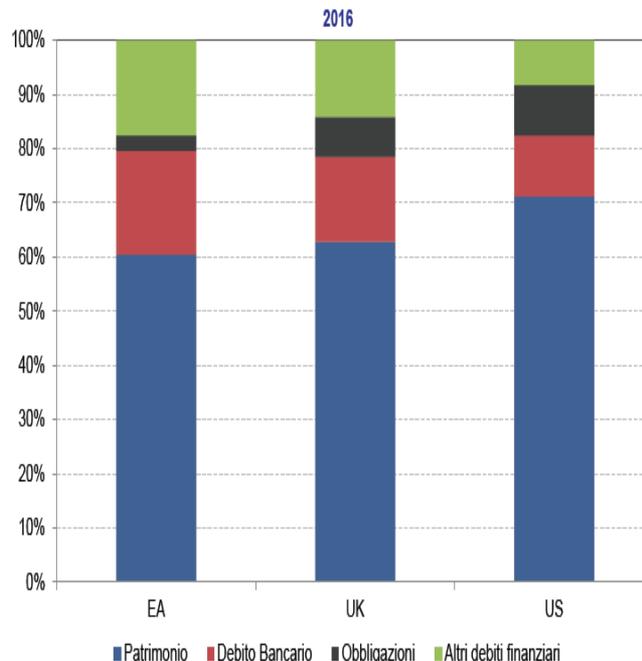
Fonte: Centrale dei rischi.

(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati e di sofferenze rettificati in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto di tali poste alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente. – (2) L'indice considera i passaggi dei prestiti alle imprese tra le diverse classificazioni del credito (prestiti privi di anomalie, sconfinamenti, crediti scaduti, ristrutturati, incagliati o in sofferenza) ed è calcolato come il saldo tra la quota di finanziamenti la cui qualità è peggiorata nei 12 mesi precedenti e quella dei prestiti che hanno registrato un miglioramento.

Disintermediazione bancaria

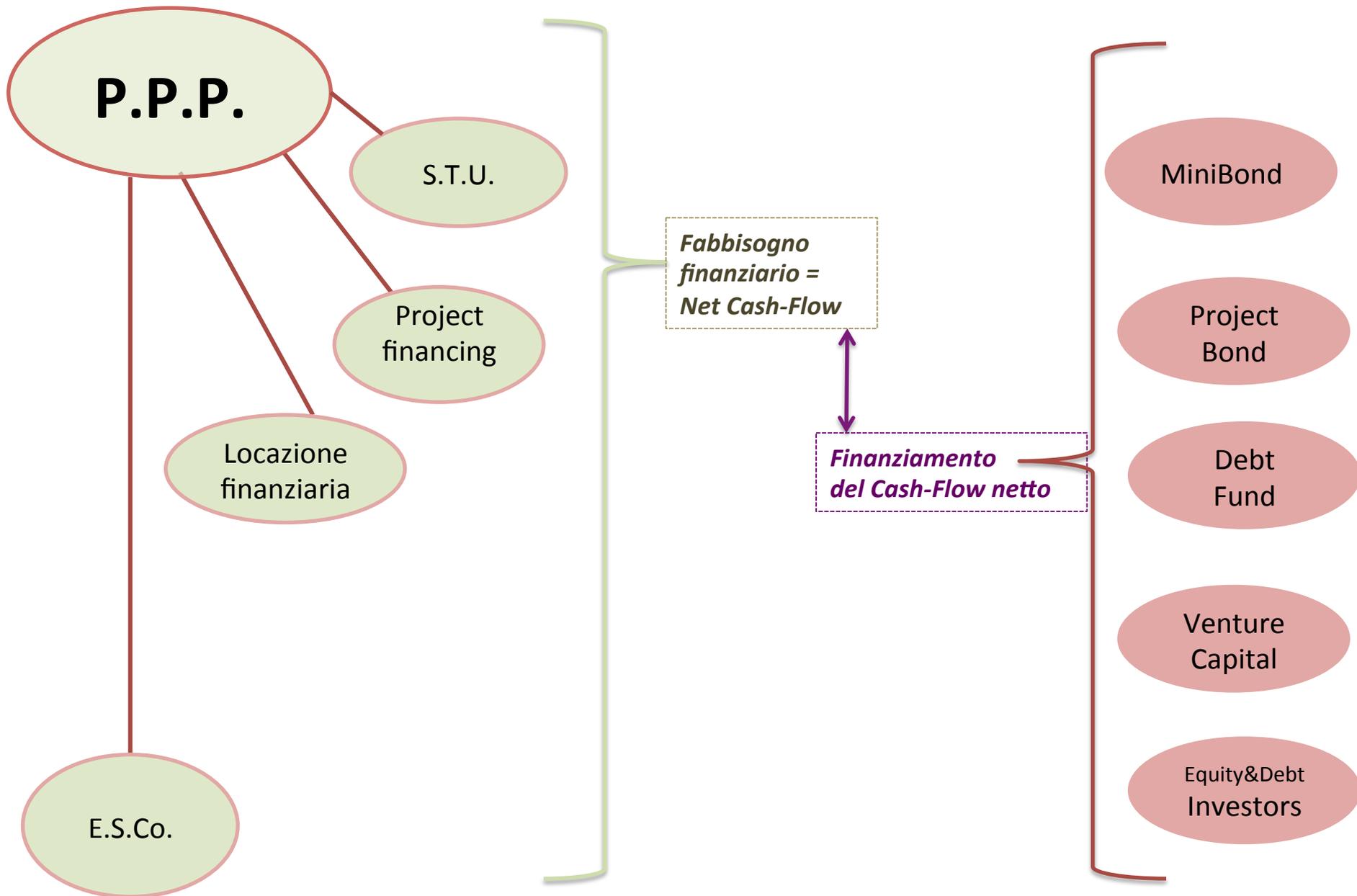
Fenomeno strutturale di riduzione dei flussi finanziari intermediati dal sistema bancario, in atto su tutti i mercati mondiali a partire dai primi anni '80. Per quanto riguarda il caso italiano, il processo è risultato molto esteso a causa dell'alto grado di iper-intermediazione che aveva caratterizzato il periodo di applicazione della politica bancaria indotta dalla legislazione del 1936 e avvertibile tanto dal lato dei depositi che da quello degli impieghi. La disintermediazione, inizialmente, è dipesa dalla comparsa e dallo sviluppo di forme di risparmio (borsa, fondi comuni, titoli atipici, gestioni fiduciarie, assicurazioni vita e, in modo particolare, titoli di Stato) alternative alle tradizionali passività bancarie e al conseguente drenaggio di fondi dal sistema creditizio. In termini quantitativi, l'incidenza dei depositi bancari sul totale delle attività finanziarie delle famiglie è scesa dal 50% della metà degli anni Settanta a meno del 28% nel 1988. Negli anni Ottanta la struttura del mercato finanziario si è arricchita di una molteplicità di strumenti che hanno reso il mercato italiano più simile a quello degli altri paesi industrializzati. La disintermediazione bancaria, in Italia, si era caratterizzata per una progressiva sostituzione di titoli pubblici ai depositi bancari nel portafoglio dei risparmiatori, a differenza di quanto avvenuto negli altri sistemi economici dove si è riscontrata una rilevante sostituzione anche da parte di titoli privati. Dal lato degli impieghi, invece, il processo di disintermediazione si ricollega, da un lato, alla crescita del ricorso diretto da parte delle imprese al mercato dei capitali, dall'altro allo sviluppo del comparto dell'intermediazione finanziaria non bancaria (leasing; factoring; credito al consumo; *merchant bank*). La raccolta diretta di fondi, tuttavia, rappresenta una soluzione non accessibile a tutte le imprese, risultando in genere subordinata al possesso di determinati requisiti, sia nell'emittente che nelle caratteristiche dei titoli. Per tali motivi, la riduzione dell'esposizione del mondo industriale nei confronti del sistema bancario risulta circoscritta alle imprese maggiori, mentre nel settore delle piccole e medie imprese l'attività continua a svolgere una funzione primaria; tale tendenza, inoltre, sembra incontrare un limite inferiore dipendente dalla non perfetta fungibilità tra prestiti bancari ed emissioni obbligazionarie ed azionarie.

Composizione del passivo del settore delle imprese
(valori percentuali)

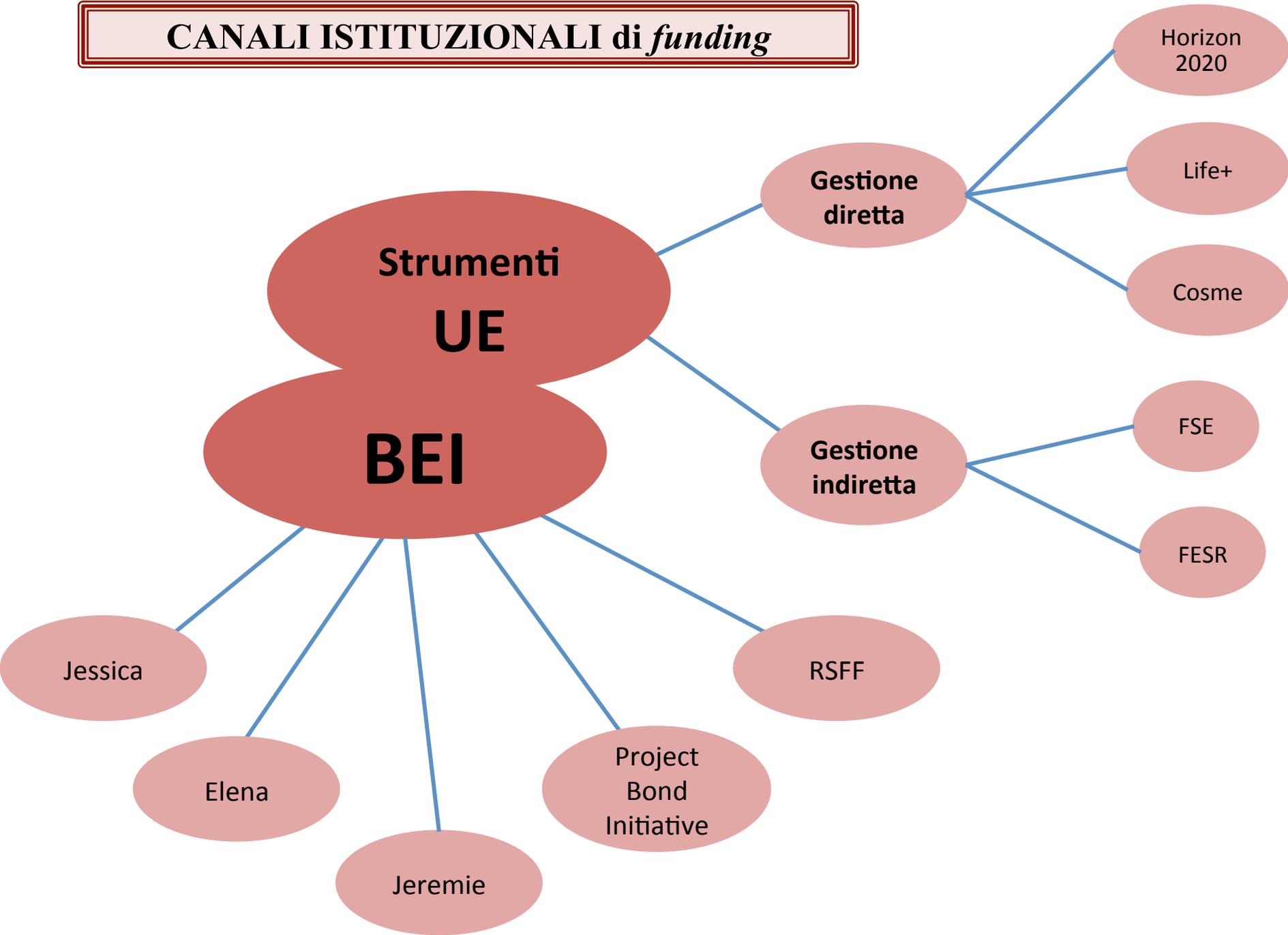


- **Importanza del finanziamento non bancario**
 - L'elevato grado di indebitamento delle imprese italiane e l'eccessivo ricorso al canale bancario hanno accresciuto la vulnerabilità del sistema produttivo agli shock macroeconomici
- **Ottimizzazione della struttura finanziaria delle aziende verso una maggior diversificazione delle fonti di finanziamento**
 - Il problema non riguarda solo le fonti alternative di debito, ma anche e soprattutto il maggior ricorso al capitale di rischio (che contribuisce a ridurre il rischio di credito)
- **Un maggior numero di imprese, anche di minori dimensioni, si rivolge al mercato dei capitali**
 - È necessario che il sistema finanziario e in particolar modo il sistema bancario svolgano un ruolo attivo agevolando l'ingresso degli emittenti meritevoli al mercato dei capitali in tutte le sue forme. In questo modo si alleggeriscono i portafogli bancari e si liberano disponibilità anche per le imprese minori
- **Nuove categorie di investitori a sostegno dell'economia**
 - La possibilità di erogare credito da parte di intermediari non bancari contribuirà a rivitalizzare il sistema economico. Sono in corso di definizione diversi aspetti regolamentari principalmente rivolti a mitigare i rischi per la stabilità finanziaria

Strategie e assetti del "veicolo del Finanziamento"



CANALI ISTITUZIONALI di *funding*



Il Project Financing

TIPOLOGIE PROGETTUALI DI PROJECT FINANCING

Tre sono le tipologie progettuali realizzabili attraverso il Project Financing individuate sulla base della loro capacità e modalità di generare reddito

Opere realizzate
tramite Project
Financing

OPERE CALDE

Progetti dotati di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi da utenza. I ricavi commerciali prospettici di tali progetti consentono al settore privato un integrale recupero dei costi di investimento nell'arco della vita della concessione. In tale tipologia di progetti, il coinvolgimento del settore pubblico si limita ad identificare le condizioni necessarie per consentire la realizzazione del progetto, facendosi carico delle fasi iniziali di pianificazione, autorizzazione, indizione dei bandi di gara per l'assegnazione delle concessioni e fornendo la relativa assistenza per le procedure autorizzative

OPERE TIEPIDE

È il caso di iniziative i cui ricavi commerciali da utenza sono di per se stessi insufficienti a generare adeguati ritorni economici, ma la cui realizzazione genera rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali indotti dalla infrastruttura. Tali esternalità giustificano l'erogazione di una componente di contribuzione pubblica

OPERE FREDE

Progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione. È il caso di tutte quelle opere pubbliche - carceri, ospedali, scuole - per le quali il soggetto privato che le realizza e gestisce trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) da pagamenti effettuati dalla pubblica amministrazione su base commerciale

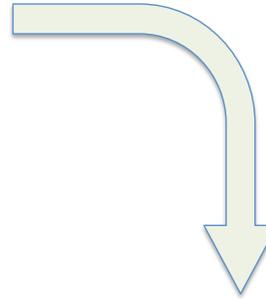
La realizzazione di OOPP attraverso schemi di Concessione di costruzione e gestione si basa di solito sulla tecnica del Project Financing, ossia sul presupposto che

- i flussi di cassa che l'unità economica produce siano sufficienti a consentire il rimborso del prestito (quota capitale + interessi) e la remunerazione del capitale di rischio
- le attività dell'unità economica costituiscano la sola o principale garanzia collaterale del prestito

- Il Project Financing **nasce nei paesi anglosassoni** come tecnica finanziaria innovativa volta a rendere possibile il finanziamento di iniziative economiche sulla base della valenza tecnico-economica del progetto stesso piuttosto che sulla capacità autonoma di indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa
- Il progetto viene **valutato per la sua capacità di generare flussi di cassa** che costituiscono la garanzia primaria per il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio
- La **fase di gestione dell'opera costituisce elemento di primaria importanza** in quanto soltanto una gestione efficiente e qualitativamente elevata consente di generare i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito e remunerare gli azionisti
- Le principali **garanzie** connesse all'operazione sono **di natura contrattuale** piuttosto che di natura reale
- La struttura dell'operazione è definita a seguito di un **processo di negoziazione** tra i diversi soggetti coinvolti (azionisti, banche, controparti commerciali) in merito alla ripartizione dei rischi dell'iniziativa tra i diversi partecipanti

La crisi e le difficoltà del Public e Project financing

1. intenti semplicisticamente redistributivi debordano nella banalizzazione delle tariffe insufficienti a coprire i costi
2. regolazione politica “contingente”
3. percezione del costo nullo della Finanza Pubblica



	Gap investimenti (shock %PIL)	Impatto di breve periodo ($\Delta\%PIL$ 1 anno dopo)	Impatto di medio periodo ($\Delta\%PIL$ 4 anni dopo)
IT	0.25 (2008)	0.10	0.35
	0.88 (2009)	0.35	1.23
	0.66 (2011)	0.27	0.93
	0.63 (2012)	0.25	0.88
	0.52 (2013)	0.21	0.73
UE-15	0.08 (2008)	0.03	0.11
	0.13 (2009)	0.05	0.19
	0.19 (2010)	0.08	0.27
	0.19 (2011)	0.07	0.26
	0.20 (2012)	0.08	0.28
	0.20 (2013)	0.08	0.28

Il tradizionale ricorso al credito bancario ha manifestato seri limiti:

- focalizzazione principale sul Rating del “Richiedente Credito” e non tanto sulla sostenibilità del Progetto da finanziarsi
- disallineamenti fra raccolta a breve e impieghi a lungo termine



Dal Public al Private financing

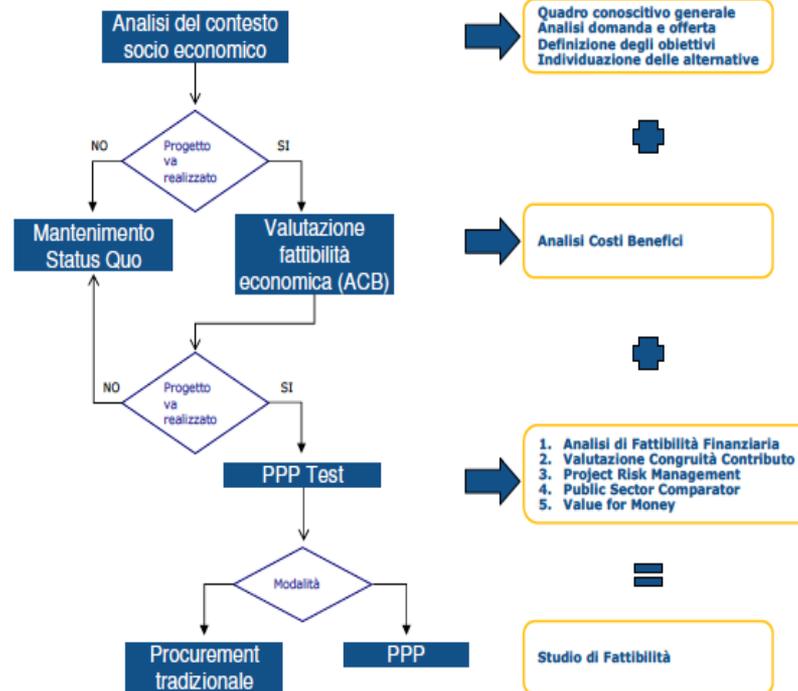
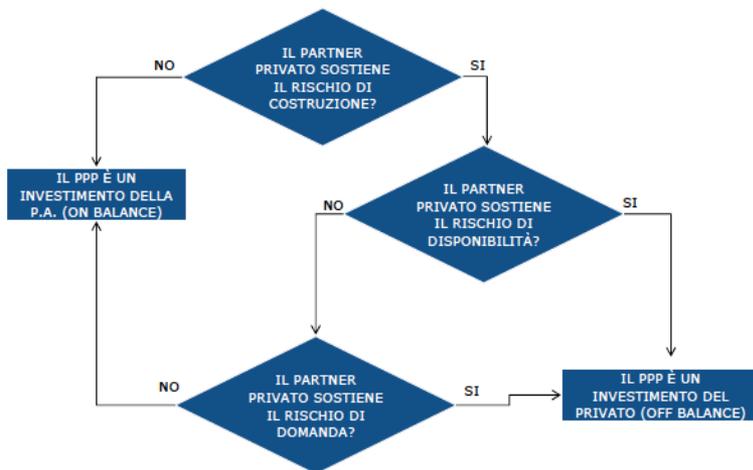
La richiesta di investimenti (anche di natura infrastrutturale), spesso di entità tale da non poter sempre trovare esclusiva risposta dalla finanza pubblica. La ricerca di soluzioni volte a coinvolgere ed impiegare solo, o anche, finanza privata induce. La nascita di soluzioni, strategie, risposte di **Public Private Partnership = PPP**

Per **Partenariato Pubblico-Privato** si intendono quelle forme contrattuali basate sulla collaborazione tra il soggetto pubblico e quello privato, in cui le specifiche capacità si unificano per creare opere pubbliche, o di pubblica utilità, per la gestione dei relativi servizi

ALBERO DECISIONALE DELLA P. AMM.



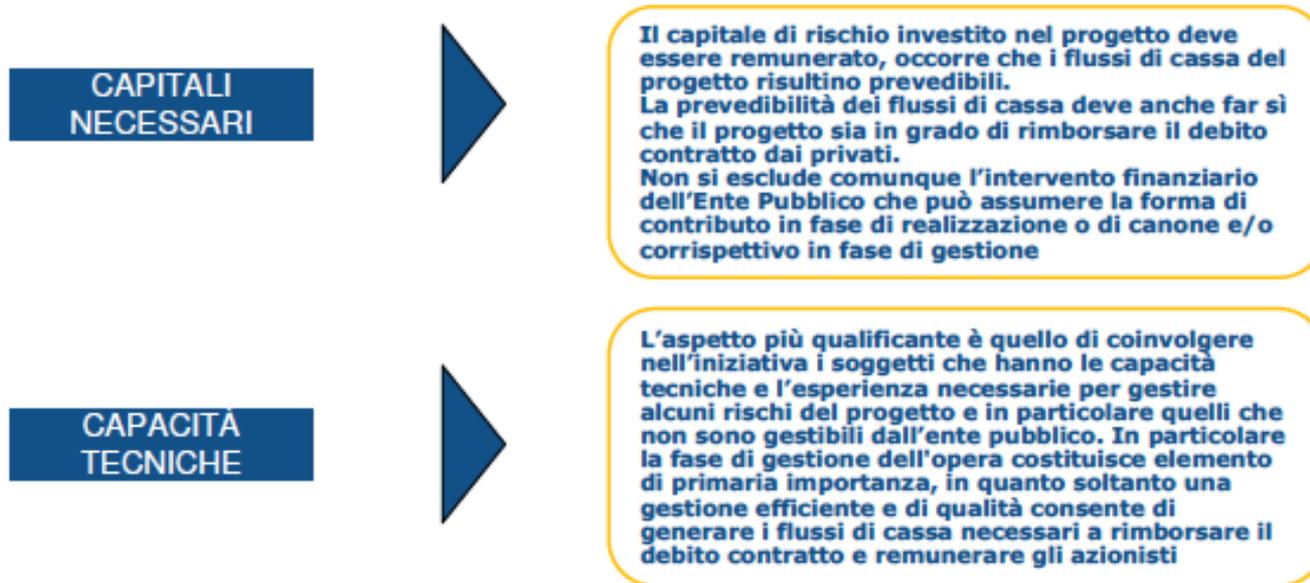
Affinché il costo dell'investimento sia contabilizzato off balance da parte della Pubblica Amministrazione, occorre che il partner privato sostenga il rischio di costruzione e almeno uno tra il rischio di disponibilità e il rischio di domanda



CONDIZIONI DI APPLICABILITA'

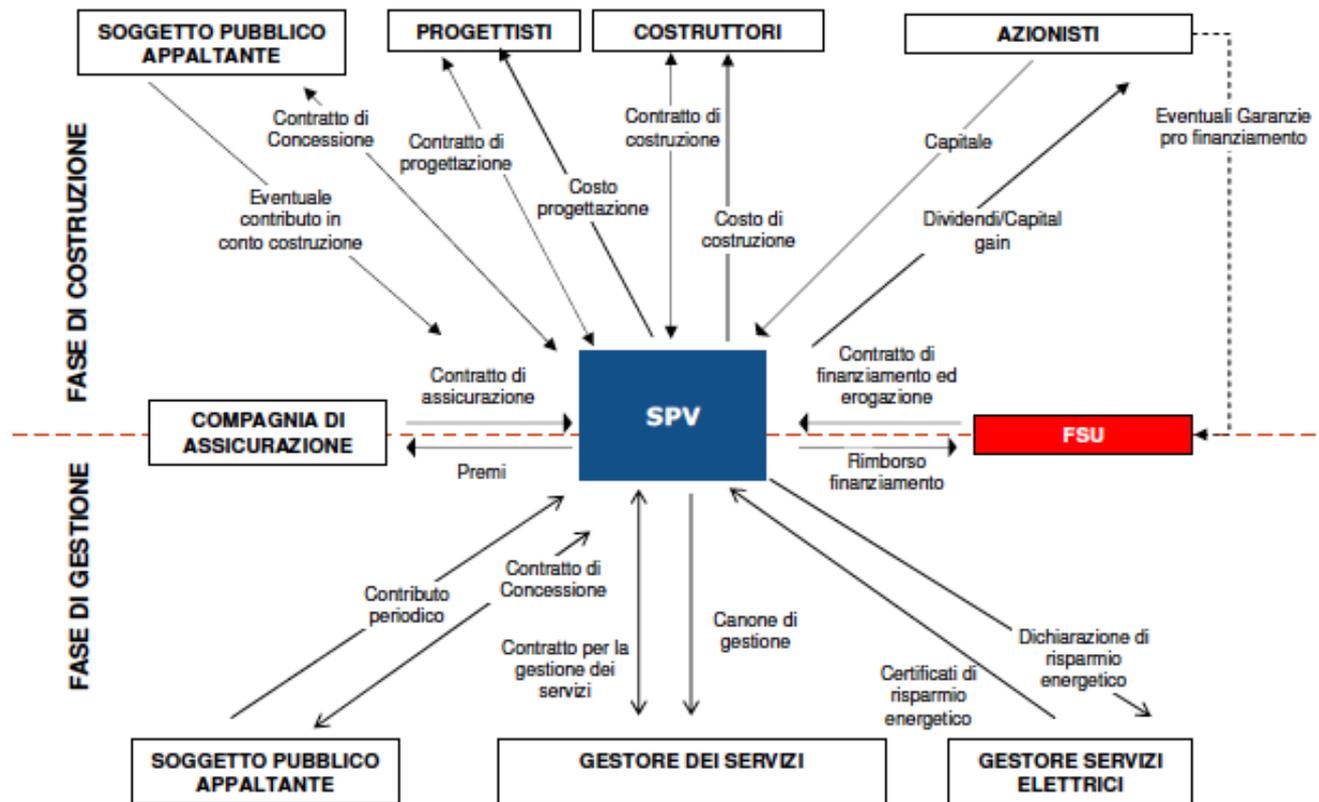
Un'operazione di Project Financing prevede la partecipazione attiva nella costruzione e gestione di soggetti privati con capitali necessari alla realizzazione dell'opera e comprovate capacità tecniche; dal canto suo il privato remunera il proprio investimento con i flussi di cassa generati derivanti dal mercato ovvero con un canone di equilibrio corrisposto dall'Ente Pubblico

- Operazioni simili prevedono una struttura per cui la realizzazione e successiva gestione del progetto è affidata a soggetti privati che hanno



- L'utilizzo del Project Financing comporta alcune specifiche implicazioni dal punto di vista organizzativo e contrattuale. Il finanziamento, infatti, non è diretto ad un'impresa pre-esistente bensì va a beneficio di una società di nuova costituzione ("società di progetto" o anche "SPV" - Special Purpose Vehicle) la cui esclusiva finalità è la realizzazione e la gestione del progetto stesso

- La società di progetto è un'entità giuridicamente distinta da quella del/i promotore/i del progetto, con la conseguente separazione dei flussi generati dal progetto da quelli relativi alle altre attività del promotore. Il duplice risultato è che, in caso di fallimento del progetto, il finanziatore non potrà rivalersi su beni del promotore diversi da quelli di proprietà della società di progetto e, simmetricamente, in caso di fallimento del promotore la società di progetto continuerà ad esistere perseguendo le proprie finalità



PPP: VANTAGGI-CRITICITA'

Vantaggi

- Ridimensionamento dell'impegno economico-finanziario e strutturale dell'ente pubblico;
- rispetto dei vincoli di bilancio;
- risoluzione problemi di asimmetria informativa;
- garanzia di un livello di controllo relativamente elevato;
- apporto di *know how* tecnico, organizzativo e gestionale maturato dal privato;
- implementazione di una gestione imprenditoriale;
- flessibilità più ampia.

Criticità

- Permanenza di taluni retaggi del controllo pubblico «organico»;
- possibili difficoltà da parte del socio pubblico ad assicurare nel tempo il rilascio di garanzie o patronage;
- difficoltà a mantenere taluni margini di riservatezza su alcuni dati sensibili dell'azienda.

Energy Saving Company

D.Lgs. 115/2008 definisce una **Energy Service Company**

“Persona fisica o giuridica che fornisce servizi energetici ovvero altre misure di miglioramento dell'efficienza energetica nelle installazioni o nei locali dell'utente e ciò facendo, accetta un certo margine di rischio finanziario. Il pagamento dei servizi forniti si basa, totalmente o parzialmente, sul miglioramento dell'efficienza energetica conseguito e sul raggiungimento di altri criteri di rendimento stabiliti”.

Norma UNI CEI 11352:2010 definisce i requisiti generali delle **Esco**

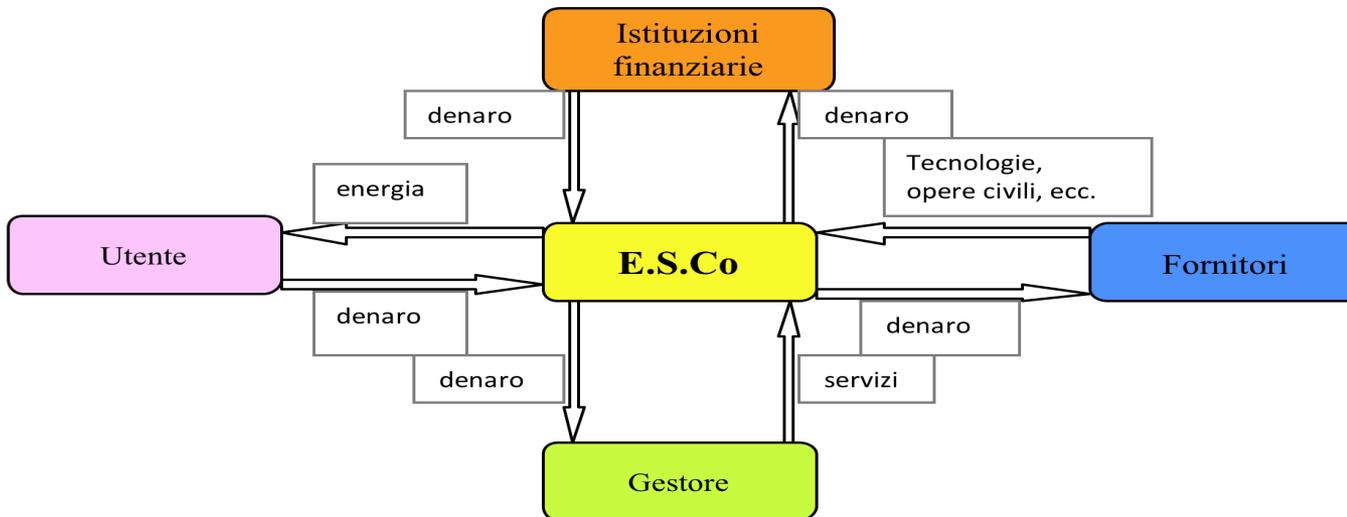
- offrire un **servizio di efficienza energetica**
- possedere le **capacità** organizzativa, diagnostica, progettuale, gestionale, economica e finanziaria
- offrire **garanzia contrattuale** di miglioramento dell'efficienza energetica attraverso i servizi e le attività fornite, con assunzione in proprio dei rischi tecnici e finanziari connessi con l'eventuale mancato raggiungimento degli obiettivi concordati
- collegare la remunerazione** dei servizi e delle attività fornite al miglioramento dell'efficienza energetica e ai risparmi conseguiti

Le Esco sono soggetti specializzati nei settori:

- efficienza energetica (EE)
- energie rinnovabili (FER)
- generazione distribuita (GD)

Attività principali:

- Audit energetici
- Progettazione, realizzazione e manutenzione interventi
- Monitoraggio energetico e ambientale
- Sistema Gestione Energia - ISO 50001
- Gestione titoli energetici: Titoli di Efficienza Energetica (TEE), Certificati Verdi (CV), Quote Emissione di CO₂
- Reperimento risorse finanziarie
- Formazione, Informazione, Comunicazione



Le fasi per la realizzazione di un progetto di efficienza energetica sono tutte coordinate da una E.S.Co.

In tale percorso la fase del monitoraggio riveste un ruolo fondamentale. Il finanziamento dei progetti prevede principalmente una metodologia definita Finanziamento Tramite Terzi ("FTT") (D.Lgs. 115/08).

1. Realizzazione di interventi con ridotte immobilizzazioni finanziarie
2. Affidamento della progettazione, degli interventi e della manutenzione a qualificate competenze tecniche specifiche
3. Riduzione dei consumi e dei costi di gestione
4. «Certificazione» degli interventi di risparmio energetico con i Titoli di Efficienza Energetica, ove ottenibili
5. Sviluppo di un Sistema di Gestione dell'Energia

vantaggi

**ANALISI
PERFORMANCE**

**Fase finale
Analisi performance**

**Monitoraggio performance
raggiunte e consumi effettivi a
seguito degli interventi realizzati**

Rilevamento di tutti i dati e gli effettivi consumi ad integrazione della fase di audit per una rappresentazione dello stato reale

**RILEVAMENTO
DATI**

operatività

ANALISI

- Audit energetico-ambientale
- Sistema di Gestione dell'Energia
- Studio di fattibilità
- Certificazione energetica iniziale
- Piano Economico-Finanziario
- Analisi impatti ambientali, economici, finanziari, patrimoniali
- Coordinamento

PROGETTAZIONE

- Definizione progetto
- Individuazione fornitori

REALIZZAZIONE

- Individuazione e reperimento finanzia
- Direzione lavori
- Interventi: efficienza energetica, generazione distribuita, fonti rinnovabili, cogenerazione, trigenerazione; teleriscaldamento
- Verifica della rispondenza tra il progetto e la sua realizzazione

GESTIONE

- Collaudo, start up
- Certificazione energetica finale e certificazione ambientale
- Impronta ecologica e bilancio ambientale
- Gestione post consegna e manutenzione
- Dismissione impianti a fine vita

I vantaggi del sistema

Risparmio ed ottimizzazione

Della gestione del servizio:

- Riduzione dei costi di manutenzione
- Organizzazione interventi - Maggiore efficienza
- Programmazione sostituzioni/riparazioni
- Vantaggi dell'integrazione con il Sistema GIS
- Interrogazione singolo corpo luminoso

Energetica:

- Riduzione dei costi di elettricità
- Aumento di Efficienza Energetica
- Riduzione contaminazione luminosa ed ambientale

Economica:

- Rapido ammortamento dell'investimento e risparmio immediato

Chiavi in mano

- Progettazione e ingegnerizzazione
- Fornitura hardware/software
- Formazione
- Assistenza

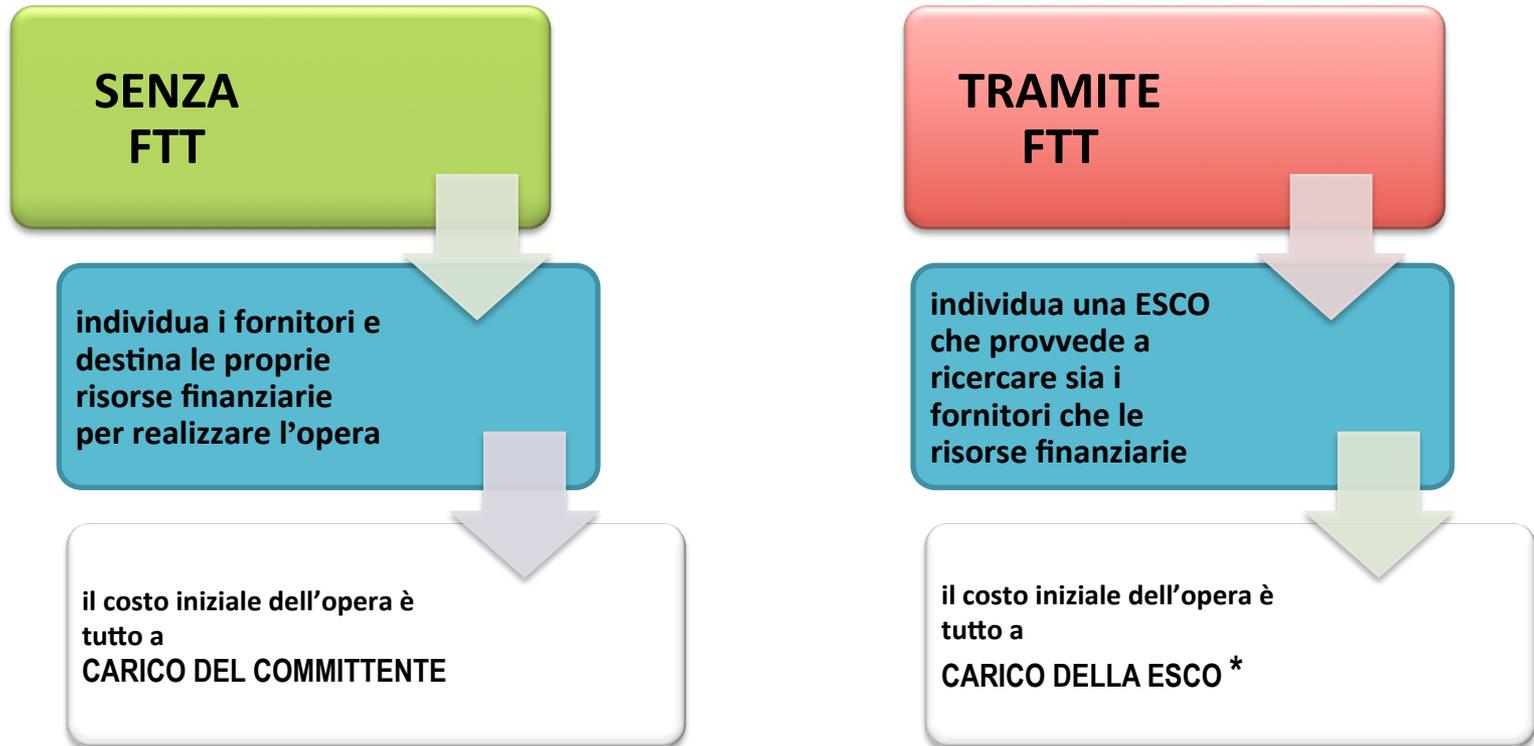
Opportunità

Servizi ai cittadini senza investimenti in infrastrutture e senza costi di trasmissione dati



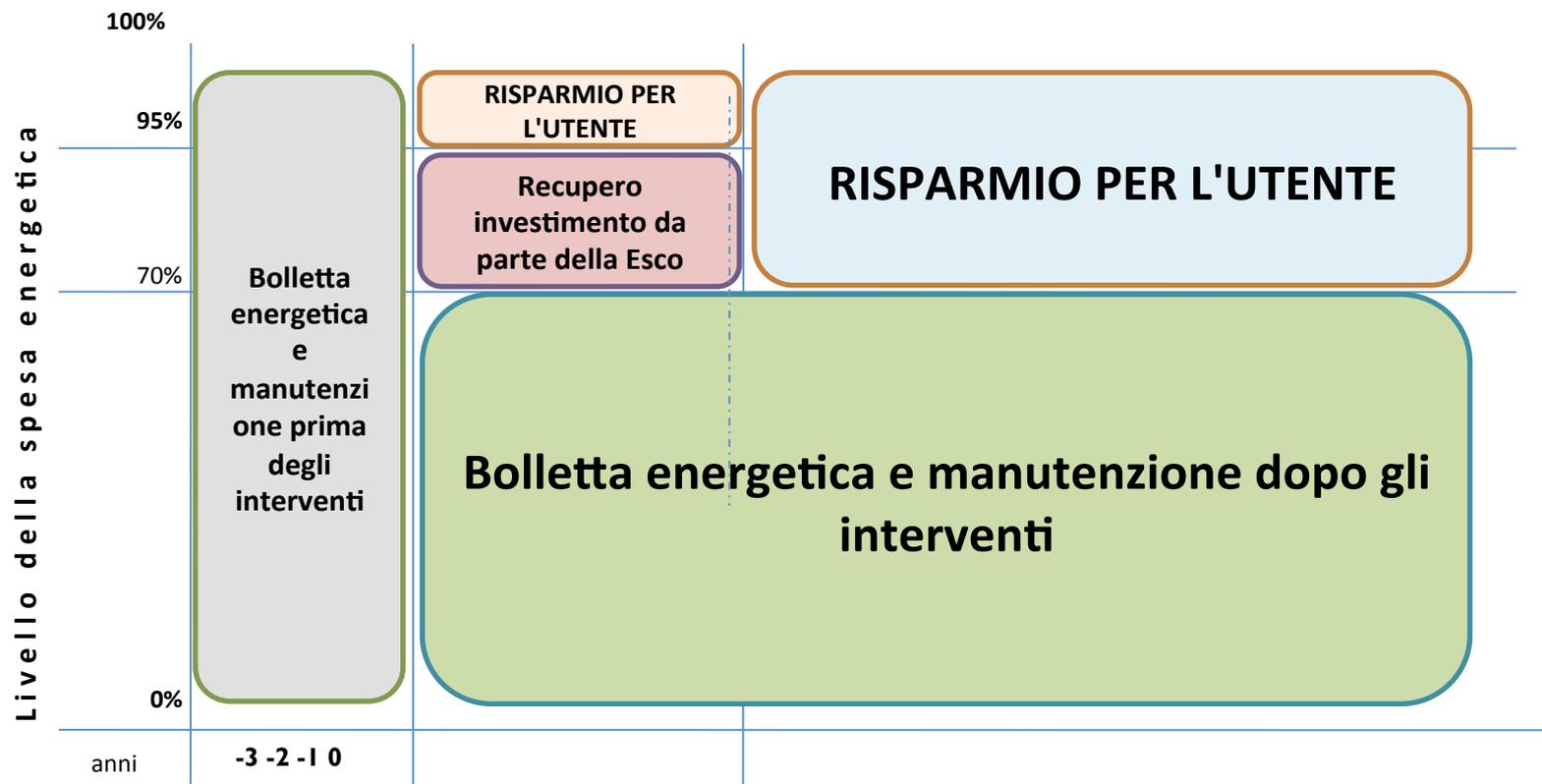
ESCo come strumento operativo: per finanziamento Tramite Terzi (“FTT”) per execution

un committente, **pubblico o privato**, vuole effettuare un intervento per ridurre i propri consumi energetici



* in funzione della disponibilità bancaria

ESEMPIO DI SUDDIVISIONE FINANZIARIA CON IL FTT



Bond

Ogni **bond** ha delle caratteristiche fondamentali:

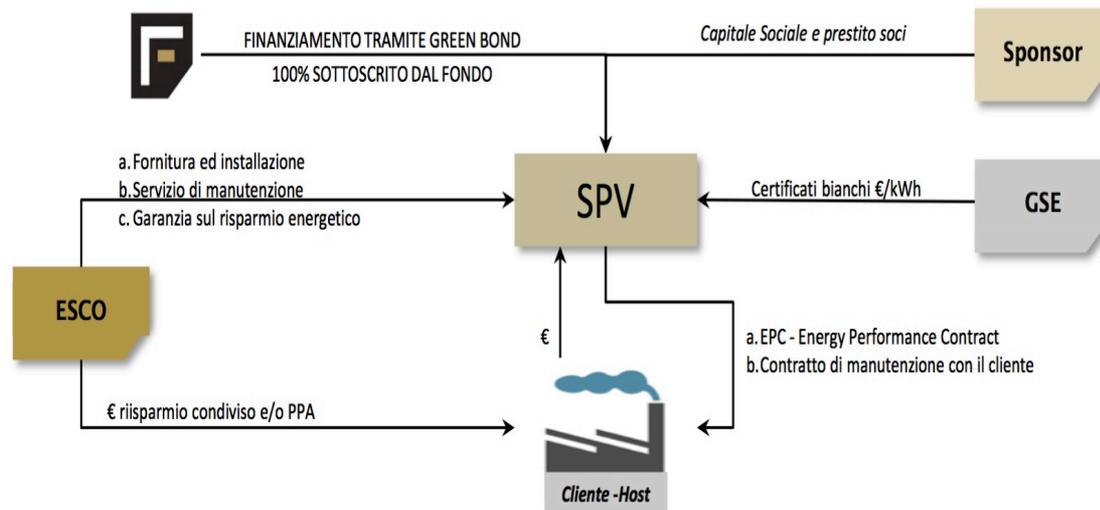
1. un **valore nominale**, che corrisponde al capitale che viene sottoscritto nella fase iniziale e risarcito alla scadenza (al netto degli interessi);
2. una **cedola o coupon**, che corrisponde all'interesse periodico che l'emittente paga periodicamente ai propri obbligazionisti. Si chiama cedola, perché i primi bond erano fisicamente muniti di una cedola che si staccava e veniva presentata in banca per avere gli interessi;
3. una **scadenza** (in inglese *maturity*) che indica la data entro la quale viene riconsegnato all'obbligazionista il proprio capitale iniziale;
4. un **emittente**, ossia la società o lo Stato che hanno emesso l'obbligazioni, in sostanza si indebita sul mercato anziché ricorrere a finanziamenti bancari o di altri soggetti.

*I bond o obbligazione sono per i mercati finanziari titoli di debito emessi da società ma anche da enti pubblici che conferiscono al possessore il diritto di rimborso per una qualsiasi somma di denaro prestata all'emittitore più gli interessi maturati. La prassi vuole che alla scadenza del valore nominale, l'emittente versi al creditore l'intero capitale in un'unica soluzione, mentre per gli interessi maturati si procede con versamenti periodici su base trimestrale, semestrale o annuale. L'interesse così corrisposto viene detto **cedola**, in memoria dei tempi passati quando per la riscossione si doveva staccare il tagliando numerato che era unito al bond, in caso di mancato pagamento di una cedola il titolare dell'obbligazione può presentare istanza di fallimento. In effetti, chi acquista un'obbligazione (in inglese bond) compra parte del debito di una società (o di uno Stato) rappresentato da un titolo, e ne diventa soltanto creditore. In teoria dunque, a meno di un default (cioè di un fallimento) della società o dello Stato in questione, il creditore deve riavere a una scadenza prefissata il capitale sottoscritto più gli interessi previsti dal contratto. Nel Codice Civile italiano le obbligazioni sono descritte dagli articoli 2410 e seguenti.*

Mini-Bond

è un vero e proprio **prestito obbligazionario** che può essere emesso da una azienda non quotata.

Green Bond



Project Bond

- I **project bond** sono obbligazioni di scopo emesse da società che realizzano un progetto infrastrutturale o un servizio di pubblica utilità, per finanziarne la realizzazione e sono destinati ad investitori istituzionali.
- Il **rimborso dei project bond** dipende unicamente dai flussi finanziari che il progetto è in grado di assicurare¹. Con il decreto legge n. 83 del 22 giugno 2012 è stata anche consentita l'emissione di **project bond** anche ai fini del rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione di un'infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità di cui la predetta società sia titolare.
- I **project bond** permettono di finanziare la realizzazione del progetto fin dalla fase di costruzione dell'opera, la più rischiosa per gli investitori stante l'assenza di flussi di cassa.

L'opportunità dei "PROJECT BOND"

Nell'ordinamento italiano vi è stata una recente revisione normativa per favorire la realizzazione di infrastrutture e servizi di pubblica utilità che stimolano il ricorso ai cosiddetti Project Bond (PB). Nell'intenzione del legislatore, i PB sono un importante strumento idoneo ad attrarre investimenti in operazioni di finanza di progetto e, di conseguenza, per finanziare la realizzazione delle rispettive opere, aggiungendosi (e non sostituendosi) ai finanziamenti bancari e ai contributi di natura pubblica (cioè alle altre modalità classiche di finanziamento di opere infrastrutturali). Ne deriva che la possibilità di prevedere una emissione di PB per il finanziamento dell'investimento necessario a metanizzare la Sardegna è coerente con le intenzioni del Legislatore italiano.

I **project bond** sono "obbligazioni di scopo" emesse da società che realizzano un progetto infrastrutturale tipicamente funzionale all'erogazione/diffusione di un servizio d'interesse collettivo, per finanziarne la realizzazione e sono tipicamente destinati ad investitori istituzionali (oggi anche per i PIR). Il rimborso dei PB dipende unicamente dai flussi finanziari che il progetto è in grado di assicurare. Con il decreto legge n. 83 del 22 giugno 2012 è stata anche consentita l'emissione di project bond anche ai fini del rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione di un'infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità di cui la predetta società sia titolare.

Le garanzie

I PB permettono di finanziare la realizzazione del progetto fin dalla fase di costruzione dell'opera, la più rischiosa per gli investitori stante l'assenza di flussi di cassa. Per evitare che il rischio della fase di costruzione possa costituire un ostacolo all'emissione di tali strumenti, il decreto 7 agosto 2012 (Modalità per la prestazione delle garanzie sulle obbligazioni e sui titoli di debito, di cui all'Articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, concernente emissione di obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto – **project bond**), emanato in attuazione dell'Articolo 157, comma 3, decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, ha previsto la prestazione di una garanzia (**wrap**) da parte del sistema finanziario, delle fondazioni (ivi incluse quelle a partecipazione pubblica) e dei fondi privati, di tal che il rischio di costruzione non sarà assunto interamente da parte dei sottoscrittori delle obbligazioni e dei titoli di debito e sia assicurata maggiore trasparenza alle operazioni e tutela ai sottoscrittori delle obbligazioni e dei titoli in considerazione della specificità degli stessi.

Chi può emettere i project bond?

Ai sensi dell'Articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163 possono emettere *project bond* i seguenti soggetti:

- società di progetto (S.p.A. o S.r.l., anche consortili) costituite da parte di un aggiudicatario per l'affidamento di una concessione per la realizzazione e/o gestione di un'infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità, il cui ammontare minimo del capitale sociale sarà determinato nel bando di gara
- società titolari di contratti aventi per oggetto una o più prestazioni quali la progettazione, la costruzione, la gestione o la manutenzione di un'opera pubblica o di pubblica utilità, oppure la fornitura di un servizio, compreso in ogni caso il finanziamento totale o parziale a carico di privati di tali prestazioni
- società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture di trasporto di gas e delle concessioni di stoccaggio società titolari delle autorizzazioni alla costruzione di infrastrutture facenti parte del piano di sviluppo della rete di trasmissione nazionale dell'energia elettrica
- società titolari delle autorizzazioni per la costruzione e l'esercizio dei terminali di rigassificazione di gas naturale liquefatto e delle opere connesse di cui all'Articolo 46 del decreto legge 1 ottobre 2007, n. 159, convertito, con modificazioni, dalla legge 29 novembre 2007, n. 222 (Interventi urgenti in materia economico-finanziaria, per lo sviluppo e l'equità sociale);
- società titolari delle autorizzazioni per la realizzazione di reti di comunicazione elettronica di cui al decreto legislativo 1° agosto 2003, n. 259;
- società titolari delle licenze individuali per l'installazione e la fornitura di reti di telecomunicazioni pubbliche, ai sensi del DPR 19 settembre 1997, n. 318 "Regolamento per l'attuazione di direttive comunitarie nel settore delle telecomunicazioni".

Queste ultime tipologie di società sono state introdotte dall'art. 33, commi 3-bis e 4-bis del DL 179/2012 convertito in L. 221/2012 (cd. Decreto Crescita -bis) che ha modificato il comma 4 dell'art. 157 del D.Lgs. 163/2006.

Chi può sottoscrivere i PB?

La sottoscrizione è riservata agli investitori qualificati, per tali intendendosi:

- il cliente professionale privato (che possieda l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume);
- il cliente professionale pubblico (il Governo della Repubblica, la Banca d'Italia e, su richiesta ed a condizione che soddisfino specifici requisiti, le regioni, le Province autonome di Trento e Bolzano, i comuni, le province, le città metropolitane, le comunità montane, le comunità isolate e le unioni di comuni, nonché gli enti pubblici nazionali e regionali).
- I PIR (Piani Individuali di Risparmio) sono oggi canalizzabili in strumenti quali i PB.

Progetti finanziabili con l'emissione di PB

Possono essere finanziati:

1. nuovi progetti infrastrutturali (preferibilmente di pubblica utilità e/o in settori strategici);
2. progetti mitiganti gli impatti ambientali di attività industriali;
3. progetti inerenti il settore ampio dell'energia (settore fotovoltaico, eolico, rigassificatori, gasdotti, elettrodotti, acquedotti e stoccaggio)
4. progetti "smart" e "innovativi" inerenti le ICT e la banda larga.

Oltre che per i nuovi progetti o per i nuovi servizi di pubblica utilità in settori strategici, i PB possono essere emessi altresì per rifinanziare il debito precedentemente contratto per la realizzazione di un'infrastruttura o di un'opera connessa ad un servizio di pubblica utilità, così consentendo anche a progetti già avviati di godere di tale strumento di finanziamento

Il wrapping La durata della garanzia

Per evitare che il rischio della fase di costruzione possa costituire un ostacolo all'emissione di tali strumenti, il decreto 7 agosto 2012 (Modalità per la prestazione delle garanzie sulle obbligazioni e sui titoli di debito, di cui all'Articolo 157 del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, concernente emissione di obbligazioni e di titoli di debito da parte delle società di progetto – project bond), emanato in attuazione dell'Articolo 157, comma 3, decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, ha previsto la prestazione di una garanzia (wrap) da parte del sistema finanziario, delle fondazioni (ivi incluse quelle a partecipazione pubblica) e dei fondi privati, di tal che il rischio di costruzione non sarà assunto interamente da parte dei sottoscrittori delle obbligazioni e dei titoli di debito e sia assicurata maggiore trasparenza alle operazioni e tutela ai sottoscrittori delle obbligazioni e dei titoli in considerazione della specificità degli stessi. I progetti e le garanzie fanno riferimento ai:

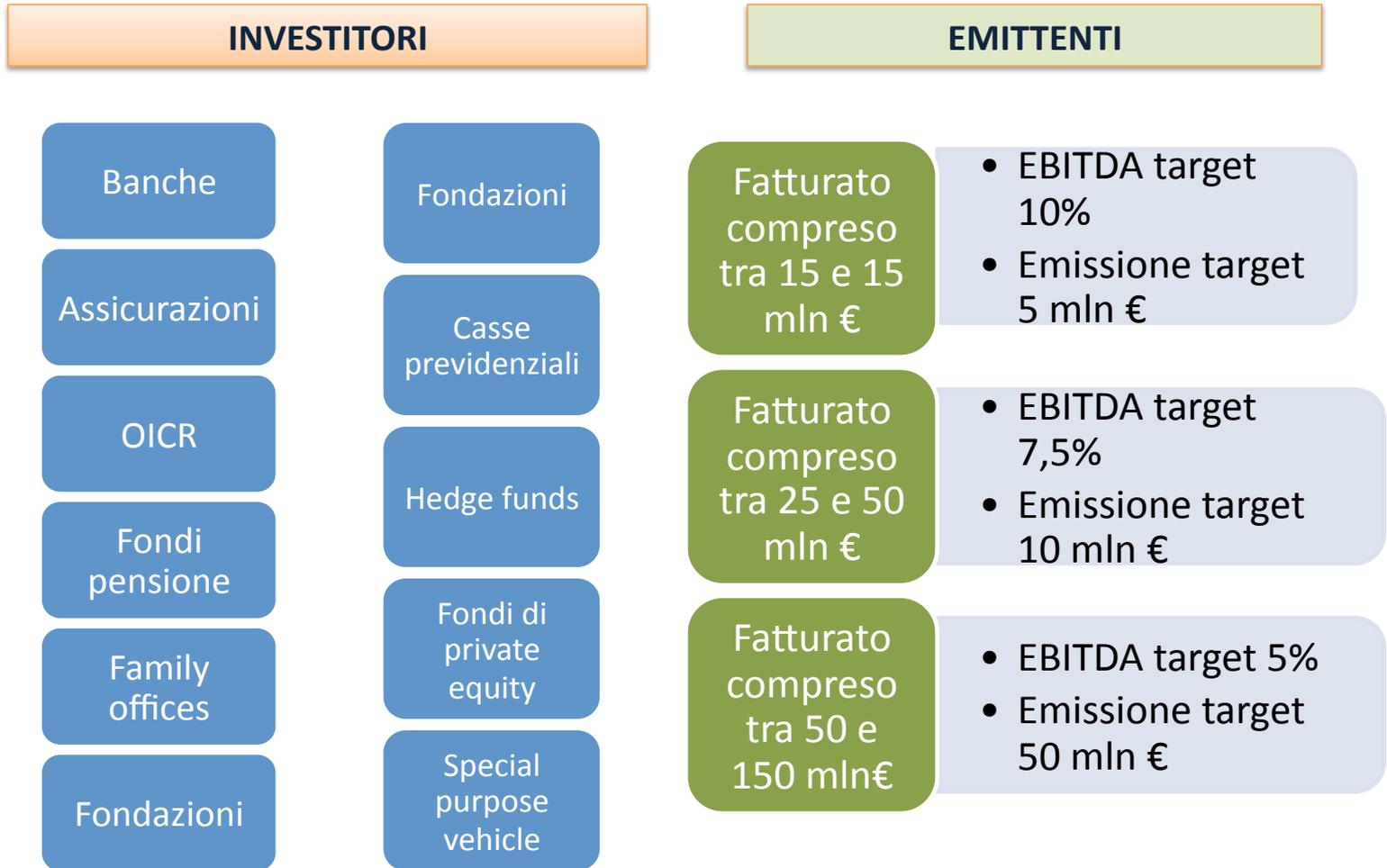
- I. progetti **greenfield** -> **garanzie** che potranno essere rilasciate per una durata corrispondente al periodo di costruzione e di avvio della gestione dell'infrastruttura o del nuovo servizio di pubblica utilità, sino all'effettiva entrata a regime degli stessi, ovvero fino alla scadenza dei PB garantiti;
- II. progetti **brownfield** -> **garanzie** che potranno essere rilasciate per la revisione della struttura finanziaria di un PF, anche nel periodo successivo all'avvio della gestione della infrastruttura, coerentemente con le previsioni del piano economico finanziario vigente.

I soggetti garanti

Le garanzie potranno essere prestate dai seguenti soggetti:

- a) banche italiane e comunitarie, nonché banche extracomunitarie autorizzate ad operare in Italia con o senza stabilimento di succursale;
- b) intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'Articolo 106 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 (il "TUB"), e sino all'entrata in vigore delle disposizioni del Titolo V del TUB, come modificato dal decreto legislativo 13 agosto 2010, n. 141, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'Articolo 107 del medesimo TUB;
- c) imprese di assicurazione autorizzate ovvero ammesse in regime di libera prestazione dei servizi all'attività di assicurazione relativa al ramo danni per le classificazioni 14 (Credito) e 15 (Cauzione), di cui all'Articolo 2 del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 (Codice delle assicurazioni private), e successive modificazioni, iscritte all'Albo delle imprese istituito presso l'IVASS (ex ISVAP);
- d) Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.;
- e) SACE S.p.A.;
- f) Banca Europea degli Investimenti. Occorre rilevare che il decreto di cui in oggetto demanda ad un successivo decreto interministeriale di definire le modalità di rilascio delle garanzie da parte delle fondazioni e dei fondi privati.

Lo sviluppo dei mercati obbligazionari per le imprese



Processo di emissione

Advisor

Assistenza alla Società
(verifica la fattibilità dell'emissione) in tutto il processo

Redazione del **Business Plan**

- Analisi della performance storica
- Credibilità delle assumptions alla base del piano e verifica della coerenza tra piano industriale e necessità di cassa

Redazione dell'**information memorandum**

- Finalizzato all'attività di marketing e collocamento

Arranger

Coordinamento del processo di emissione e collocamento; gestione relazioni con gli investitori e la Borsa

Società di rating

Rating Solicited
Diffuso al pubblico. L'Emittente ha un ruolo attivo

Rating Unsolicited
Comunicati ai clienti del servizio di rating e all'entità valutata

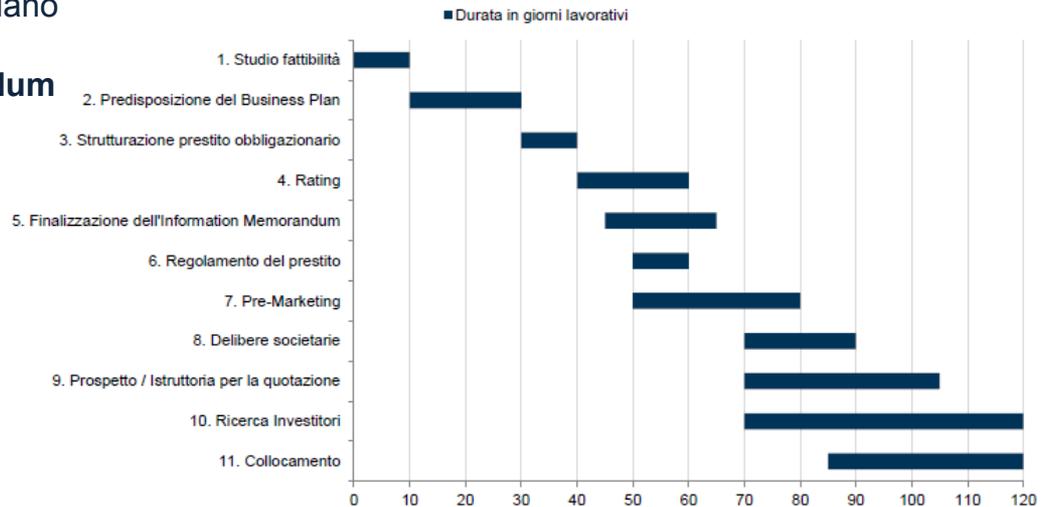
Studio legale

- Contratto di arranging /advisory
- Regolamento del Prestito
- Documento di ammissione
- Contratto di sottoscrizione

Private Placement

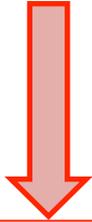
VS

Capital Markets



Canale di finanziamento complementare e alternativo al credito bancario

Art. 32 Decreto Legge n.83/2012 (c.d. *Decreto Sviluppo*) è possibile, anche per le società non quotate, accedere ai seguenti strumenti finanziari:



- ✓ Obbligazioni
- ✓ Cambiali finanziarie
- ✓ Obbligazioni partecipative subordinate

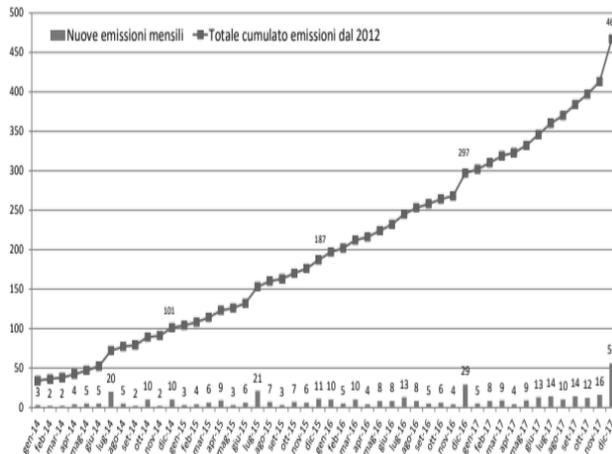
Un **MiniBond** è un vero e proprio **prestito obbligazionario** che può essere emesso da una **azienda non quotata**.

Uno dei principali **vantaggi** offerti dai *mini-bond* è rappresentato dall'opportunità di sostenere periodicamente, durante la vita del prestito, l'esborso dei soli interessi sul finanziamento ottenuto, evitando all'impresa ingenti uscite di cassa nel periodo in cui gli investimenti realizzati non hanno ancora generato adeguata liquidità. Si tratta di forme riconducibili al "**Modello Bullet**" (restituzione dell'ammontare del capitale alla fine del Periodo di riferimento, sovente anche quote significative di interessi passivi).

Le forme tradizionali di finanziamento di matrice bancaria non sono tipicamente riconducibili al modello *bullet*, solitamente prevedendo la restituzione di quote (variabili o fisse) di capitale di debito, già dalle fasi iniziali di vita del prestito stesso, ovvero il pagamento di rate comprensive sia di una quota interessi che di una quota capitale. Ciò, ovviamente, crea seri problemi di sostenibilità finanziaria del Prestito a quelle imprese che, pur investendo con adeguata remuneratività economica, vedono il cash-in spalmato nel tempo assai più a lungo del relativo *cash-out* iniziale finanziato a leva.

I *mini-bond* potendo essere emessi solamente con scadenza medio-lunga, consentono un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento delle imprese. Tale allungamento può di conseguenza generare una maggiore coerenza tra la scadenza media dell'attivo patrimoniale e la durata media del passivo, con un generale miglioramento degli indici di bilancio che misurano la coerenza tra la liquidità degli investimenti e il grado di esigibilità delle fonti di finanziamento. Nel complesso, i mini-bond garantiscono all'impresa stabilità del credito per un periodo medio-lungo, senza il rischio di richieste anticipate di rientro dalle linee di fido.

Recenti interventi legislativi (Decreto Crescita, Decreto Crescita bis e Decreto Destinazione Italia) hanno, inoltre, eliminato alcuni svantaggi, soprattutto di natura fiscale, che l'emissione di prestiti obbligazionari da parte di società non quotate presentava rispetto al ricorso ai tradizionali finanziamenti bancari.

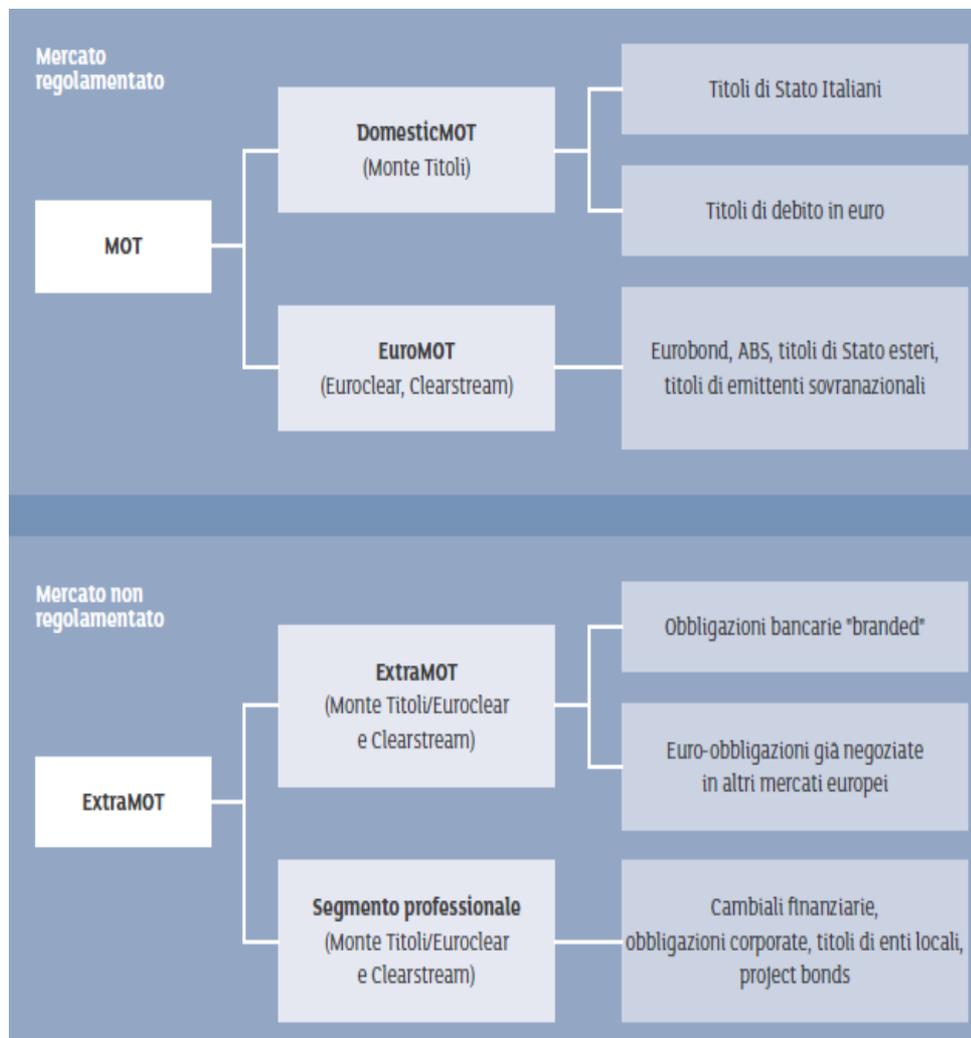


I mercati obbligazionari di Borsa Italiana

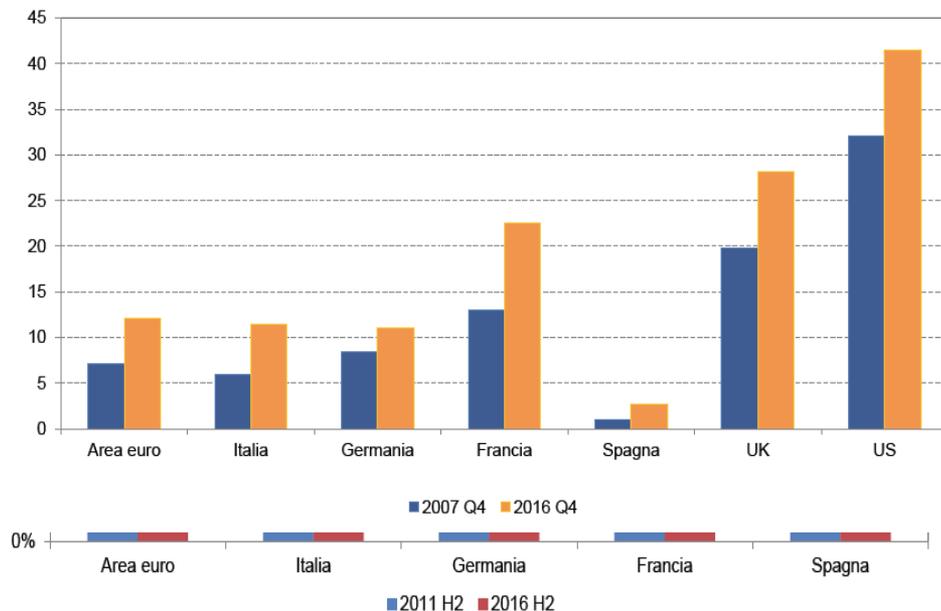
La **sottoscrizione di mini-bond** è riservata a **investitori professionali** di diritto o su richiesta (in caso di obbligazioni), ovvero ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (in caso di titoli di debito).

Per investitori professionali sia di diritto, su richiesta o soggetti a vigilanza prudenziale, si intendono coloro che posseggono l'esperienza, la conoscenza e la competenza necessaria per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che in tal modo possono assumersi. Possono pertanto sottoscrivere le emissioni investitori quali **Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio OICR**, **Fondi** (aperti o chiusi, di natura immobiliare, speculativi, pensione), **banche**, **S.I.M.** (Società Investimenti Mobiliari), **Società Finanziarie regionali** e **Fondazioni**. La scelta di riservare la sottoscrizione di mini-bond ai soli investitori professionali deriva dalla sostanziale illiquidità che, almeno in questa fase, caratterizza il mercato.

Le società che emettono mini-bond possono decidere di **collocare** i propri **titoli presso il segmento professionale del Mercato di Borsa Italiana**, dedicato alla negoziazione di obbligazioni e altri titoli di debito (quali ad esempio cambiali finanziarie e **project bonds**) emessi dalle società di capitali.



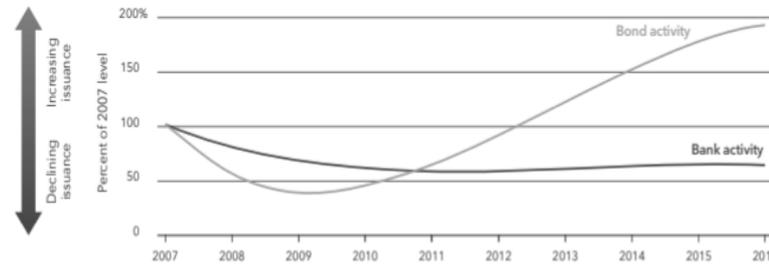
Incidenza del debito obbligazionario sul totale dei debiti finanziari (in percentuale)



Paese	Segmenti dedicati	Taglio emissione	Scadenza	Principali documenti per l'emittente	Rating	Figure chiave	Investitori
Francia	Alternext, Euronext - segmenti B e C	> 5.000.000 € su Alternext > 10.000.000 € su Euronext	5 - 10 anni	Prospetto informativo, ultimi tre bilanci certificati	Obbligatorio per società con capitalizzazione < 100 milioni € e per PMI non quotate	Listing sponsor, financial advisor, avocat, liquidity provider (opzionale)	Istituzionali e retail
Germania	Bondm	Taglio espresso in multipli di 1.000 €	3 - 7 anni	Prospetto informativo, ultimo bilancio certificato	Obbligatorio	Coach, quality liquidity provider	Istituzionali e retail
Norvegia	Nordic ABM Retail	< 65.550 €	3 - 7 anni	Prospetto informativo, ultimi tre bilanci approvati	Non richiesto	Manager per collocamento, loan trustee	Istituzionali e retail
	Nordic ABM Professional	> 65.550 €					
Spagna	MARF	> 100.000 €	n.d.	Prospetto informativo, ultimi due bilanci certificati	Dichiarazione di solvibilità	Advisor, liquidity provider	Istituzionali

Less bank lending, more bonds

Change in volume of global infra debt financing, bank loans vs. bonds (2007 = 100%)



Source: UJ Global, December 31, 2016. Note: The charted data represents the historical volume of bank lending compared to institutional bond issuance in the U.S., Canada & Europe. The bond market has grown significantly since the 2008-2009 GFC relative to the bank market. However, bank financing still accounts for the majority of debt financing activity.

Foresight Italian Green Bond Fund

Quadro normativo favorevole

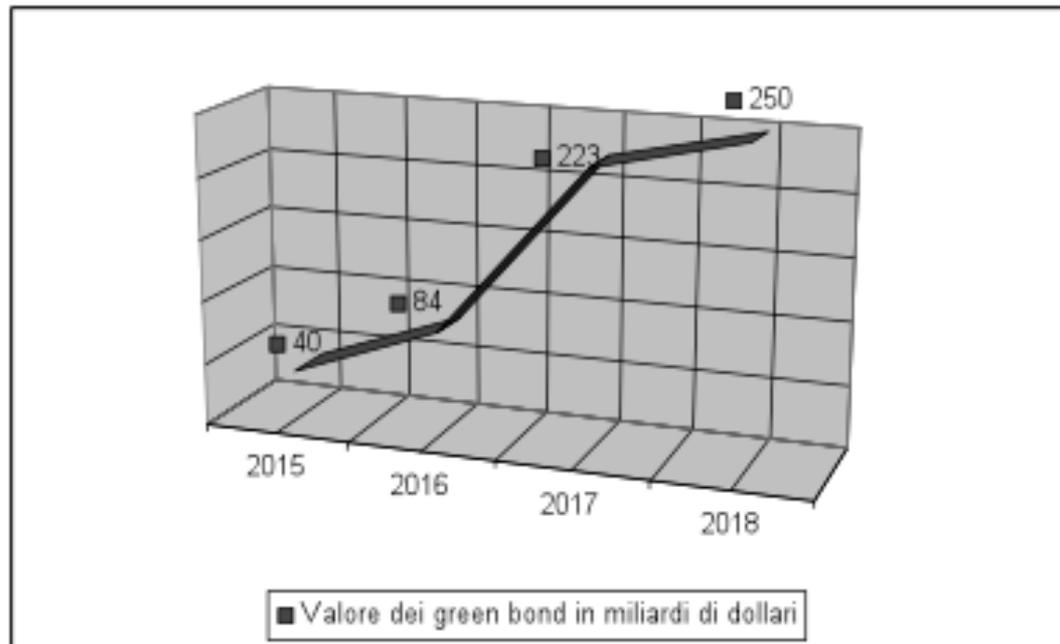
Secondo il Decreto e la regolamentazione applicabile, gli strumenti di debito più vantaggiosi per investitori stranieri sono:

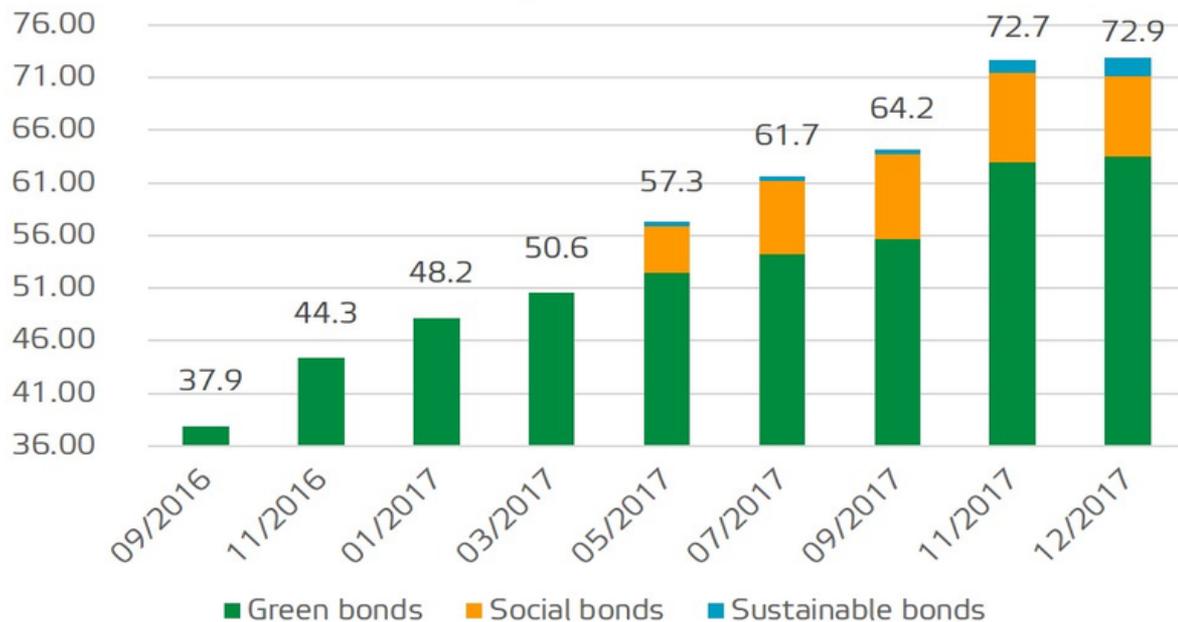
- Mini-Bond quotati
- Mini-Bond non quotati

Regime fiscale e legale	Prestiti bancari	Mini-Bond non quotati	Mini-Bond quotati
Accessibili a istituzioni non bancarie	NO in generale SI se Compagnie assicurative o cartolarizzazioni di SPV	SI	SI
Deducibilità degli interessi ai fini fiscali per il debitore	SI con limite del 30% dell'EBITDA	SI con limite del 30% dell'EBITDA	SI con limite del 30% dell'EBITDA
Esenzione WHT sugli interessi – 26%	NO in generale SI se banca Europea o istituzioni di investimento collettivo facenti parte della <i>white list</i>	SI se detenute da investitori qualificati	SI
Imposta sostitutiva	SI 0.25% se la maturity è superiore a 18 mesi	SI 0.25% se la maturity è superiore a 18 mesi	ZERO

Negli ultimi anni la cosiddetta **finanza verde** sta diventando finalmente parte attiva nella lotta contro i cambiamenti climatici. In particolare, in seguito agli accordi climatici di Parigi, la domanda di strumenti finanziari che garantiscano una ricaduta positiva, o nulla, sull'ambiente è aumentata notevolmente, diventando una priorità su scala globale sia per gli investitori che per i decisori politici e le istituzioni governative. Per sostenere una simile esigenza, nel settembre del 2016, la **Borsa del Lussemburgo, Luxembourg Stock Exchange**, ha lanciato il **Luxembourg Green Exchange (LGX)**, una piattaforma esclusivamente riservata a titoli obbligazionari che finanziano progetti sostenibili. Il successo è stato tale che nel maggio del 2017 l'accesso è stato esteso alle obbligazioni che sostengono progetti sociali o sostenibili. L'intenzione di LGX è quella di garantire a chi investe una borsa in grado di evidenziare l'impegno ambientale e/o sociale dei titoli sottoscritti attraverso un'informazione di qualità pre e post emissione. L'accesso alla piattaforma è infatti riservato agli emittenti che possono fornire piena trasparenza, congiuntamente ad una reportistica adeguata sia al momento dell'emissione che durante l'intera vita del prodotto finanziario. I **risultati ottenuti** fino ad oggi sono molto incoraggianti. Al 31 dicembre 2017, la somma dei *green, social e sustainable bond* presenti sul LGX ammontava a **72,9 miliardi di euro**. Inoltre, abbiamo quotato il primo *green bond* sovrano, emesso dalla Polonia, e il più importante *green bond* cinese emesso nell'Eurozona. Vi sono ammessi la maggior parte dei *green bond* italiani quotati: Enel, Intesa Sanpaolo, Cassa Prestiti e Depositi, Hera. In totale, LGX annovera 125 *bond* emessi da 35 emittenti in 17 valute diverse.

Con la firma degli **Accordi di Parigi**, nel dicembre 2015, più di 180 paesi, responsabili dell'88% delle emissioni globali, si sono impegnati a mantenere l'innalzamento della temperatura media mondiale al di sotto dei 2°C rispetto ai livelli pre-industriali. Presentando i **Sustainable Development Goals (SDGs)**, i governi hanno assunto una responsabilità ambientale senza precedenti. L'effetto domino si è esteso, infine, al settore privato, che ha iniziato a valutare la sostenibilità delle proprie attività. In questa cornice è evidente che la **domanda di investimenti green** è attesa aumentare (il *World Economic Forum* stima che entro il 2020 circa 5.700 miliardi di dollari verranno investiti annualmente in infrastrutture "verdi").





In un contesto che vede le obbligazioni tradizionali presentare rendimenti bassi o addirittura negativi, non è difficile immaginare come la caratteristica green rappresenti una forte attrattiva agli occhi degli investitori e di chi si affaccia per la prima volta sul mercato obbligazionario. Basti considerare che il mercato dei **green bond ha raddoppiato i suoi volumi** di anno in anno dal 2007 ad oggi fino ad arrivare a 155 miliardi di dollari nel 2017. Nonostante ciò stiamo parlando di una piccola goccia nell'oceano: **l'OCSE stima che ad oggi solo poco più dell'1% dei titoli emessi possano essere etichettati come green**. È quindi chiaro che c'è ancora tanto lavoro da fare, sia per quanto riguarda il coinvolgimento di nuovi capitali che per quanto riguarda la consapevolezza degli investitori.

La partita più importante nel mercato dei *green bond* si gioca sulla **credibilità&trasparenza**, ovvero sulla possibilità di valutare correttamente gli impatti reali di ogni singolo titolo. A più di dieci anni dal lancio del primo *green bond* europeo emesso dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI) nel 2007, il principale ostacolo allo sviluppo del settore rimane la **manca di un quadro normativo**, di standard e criteri di misura (**metrics**) universalmente accettati. Questo non permette agli investitori di accedere all'informazione più importante: la destinazione dei fondi ed il loro impatto non-finanziario. Spesso, dietro ad un'obbligazione, magari coperta da un'ottima campagna di comunicazione, si nascondono centinaia di progetti finanziati, il che rende il **tracking di ogni singolo finanziamento** arduo. A tal proposito, è fondamentale che l'investitore possa prendere visione di tutte le informazioni riguardanti la natura e l'impatto non finanziario atteso e realizzato nella maniera più granulare possibile. Ad oggi, chi emette titoli utilizza **standard diversi** nel riportare simili informazioni, rendendo difficile la comprensione per i "non addetti ai lavori". Per semplificare il monitoraggio da parte degli investitori e il confronto tra diversi prodotti, andrebbe quindi definita in maniera più univoca e comparabile una serie di **indicatori (KPI) di facile lettura**, che riporti, ad esempio, la CO₂ risparmiata per ogni migliaio o milione di euro investito. Solo armonizzando le metodologie, gli indicatori di performance (KPI) e la relativa reportistica permetteremo agli investitori "comuni" di valutare tra due bond quale si confà maggiormente al proprio profilo etico, economico, ambientale e sociale. La problematica del controllo dell'impatto è particolarmente sentita sia presso gli investitori istituzionali come fondi pensione ed assicurativi che sempre più sono tenuti a rendere conto dell'impatto non finanziario del loro portafoglio sia, in maniera crescente, presso i *retail*.

Tutti i *bond* ammessi su LGX – ma in generale tutti i *green bond* che rispettano gli standard internazionali (ad esempio i GBP delineati dall'*International Capital Market Association*, ICMA) – sono obbligati a fornire una qualche forma di aggiornamento anche dopo l'emissione del titolo. Osserviamo però che lo stile dei report, la loro qualità e le informazioni contenute differiscono notevolmente.

La politica regolatoria sull'LGX è molto severa, oltre alla valutazione iniziale da parte di esperti imparziali sulla sostenibilità degli strumenti finanziari emessi, la reportistica costante è considerata un requisito per l'accesso e la permanenza: chi non può garantirla viene escluso dalla piattaforma *green*. Problema che fino ad oggi non si è presentato poiché tutti gli emittenti che hanno emesso titoli verdi hanno rispettato questa prerogativa, sebbene alcuni di essi – spesso si tratta di grandi società che devono misurarsi con processi burocratici più complessi - abbiano talvolta presentato dei ritardi. Ma finché non verranno standardizzate le informazioni contenute nei report sarà difficile per gli investitori comparare le diverse obbligazioni e di conseguenza avere piena fiducia nel potenziale di un mercato che può invece dare un grande impulso agli investimenti sostenibili e a una diversa concezione della finanza.

SWOT Analysis vs. tradizionale debito Project Finance

	Pro	Contro
Bond	<ul style="list-style-type: none">✓ Miglior All-in rate & tenor✓ Covenant per la distribuzione più bassi, maggiore certezza del rendimento vs. Debito✓ Gestione più agevole e assenza di costi di rinuncia✓ No cash sweep (solo cash trap)✓ Visibilità sul mercato incrementata in caso di totale/parziale uscita	<ul style="list-style-type: none">✗ Costo della Make-whole call in caso di rimborso anticipato del Bond
Debito	<ul style="list-style-type: none">✓ Maggiore flessibilità in caso di rifinanziamenti future✓ Utilizzo di rapporti bancari esistenti✓ Documentazione del debito familiare	<ul style="list-style-type: none">✗ Potenziale peggioramento delle condizioni finali vs. incertezza di distribuzione/rendimento a causa di più covenant e obblighi di segnalazione dell'Agent✗ Costi di rinuncia e necessità di tempistiche lunghe a causa della burocrazia del sistema bancario✗ Change-in-law: distribution block / rischio clausola Cash sweep

- Tempi di approvazione ridotti
- Riservatezza completa sulla transazione
- Assenza di rischi di *underwriting*
- Processi standard di reporting, approvazione e rinuncia

Certezza e
semplicità

Flessibilità

- Strumento appositamente disegnato per lo specifico *Issuer*, obiettivo difficilmente raggiungibile da banche o dal mercato dei bond (per durata, grandezza, hedging, etc.)
- Pensati per le transazioni di più piccolo taglio

- Diversificazione delle fonti di finanziamento dell'*Issuer* e riduzione della *dipendenza* da finanziamenti bancari

Struttura finanziaria
dell'*Issuer*

Vantaggi per gli *Issuer*

Bond
vs.
Debito

- Covenant per la distribuzione più bassi, con conseguente certezza dei rendimenti
- Assenza di costi di rinuncia
- Assenza di cash sweep
- Visibilità sul mercato in caso di *exit* completa o parziale

- La transazione sarebbe un'operazione basata su una struttura replicabile, e sfrutterebbe la presenza locale e le competenze manageriali di Foresight, oltre che una comprovata esperienza in finanza strutturata e nei *Debt Capital Markets*
- Comprovata esperienza nella strutturazione e contrattazione di operazioni di project finance

Foresight Group
Expertise

Foresight Group
Supporto

- *Project origination*, analisi, asset management e operazioni di monitoraggio gestite internamente con competenze finanziarie, modellistiche, tecniche e legali interne
- Supporto diretto da Foresight per assicurare la trasparenza dei processi
- Velocità di esecuzione grazie alla standardizzazione di processi e documentazione legata all'emissione

IL RICORSO AL “RISPARMIO GESTITO”

Organizzato e gestito in FONDI D’INVESTIMENTO



ISTITUZIONE DI UN FONDO



Art. 4 D.M. n. 228/1999

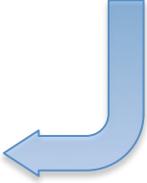
Le **S.G.R.** possono istituire fondi di investimento il cui patrimonio è investito in una o più categorie di beni: strumenti finanziari, depositi bancari, beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari.

Le SGR possono:

- **Istituire e gestire Fondi**

- Svolgere attività connesse e strumentali stabilite dalla Banca d’Italia, sentita la Consob.

(Attività connessa: attività che consente di promuovere e sviluppare l’attività principale esercitata; Attività strumentale: attività che ha carattere ausiliarie rispetto all’attività svolta. Es. studio, ricerca, analisi economico finanziarie; elaborazione, comunicazione e trasmissione di informazioni economico finanziarie; amministrazione di immobili ad uso funzionale; servizi di natura amministrativo contabile)

- Prestare servizio accessorio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari, limitatamente alle quote di OICR di propria istituzione
 - Prestare il servizio accessorio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari
- 

Per risparmio gestito si intendono le attività delegate relative alle scelte finanziarie dei risparmiatori.

Il T.U.F. (1°luglio 1998), (D.Lgs. N 58 del 24 feb. 1998) distingue tra:

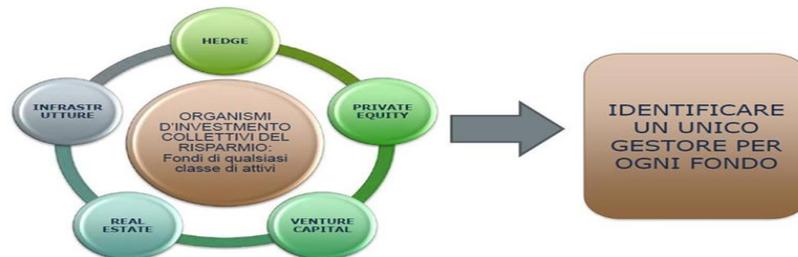
- *Gestione individuale*: svolta da Banche e Sim.
- *Gestione collettiva*: riservata a società specializzate ed SGR

Per gestione collettiva del risparmio si intende:

1. La promozione, l’istituzione e l’organizzazione di **Fondi Comuni d’Investimento** e l’amministrazione dei rapporti con i partecipanti
2. Gestione del patrimonio di organismi di investimento collettivo **O.I.C.R.** e **SICAV** (fondi comuni d’investimento e società d’investimento a capitale variabile), di propria o altrui istituzione, mediante l’investimento avente a oggetto strumenti finanziari crediti o altri beni o immobili.

Ambito di applicazione della AIFMD

- La direttiva si preme di regolare i gestori piuttosto che disciplinare i fondi, i quali rimangono, per il momento, ancora sottoposti alla normativa e alla vigilanza nazionali.
- **Ma cosa si intende per fondo di investimento alternativo?**
- La direttiva definisce quest'ultimo «come qualsiasi organismo d'investimento collettivo, compresi i relativi comparti, che raccoglie capitali da una pluralità di investitori allo scopo di investirli conformemente ad una politica di investimento predefinita e a beneficio di tali investitori, e che non sia già autorizzato in virtù della direttiva UCITS IV».
- Pertanto, seguendo l'approccio "one size fits all", nelle diverse tipologie dei fondi interessati rientrano, oltre ai più comuni fondi di investimento alternativi come gli hedge funds e i fondi di private equity, anche i fondi immobiliari, di infrastrutture, di materie prime, di venture capital e ogni altri fondo tipicamente riservato ad investitori istituzionali.



I Fondi comuni di investimento

Sono patrimoni autonomi, gestiti in monte, indivisibili, suddivisi in quote uguali di pertinenza di una pluralità di soggetti. Le principali tipologie di fondo, per modalità di funzionamento, sono:

- il **fondo aperto**, nel quale l'ingresso e l'uscita degli investitori è libero. Il patrimonio risulta variabile in funzione:
 - ✓ dell'andamento delle quotazioni di mercato delle poste dell'attivo,
 - ✓ del saldo tra nuova raccolta e riscatti;
- il **fondo chiuso**, invece, dopo la costituzione prevede l'uscita dei soci solo in determinate scadenze o dopo un certo periodo.

Si possono ancora classificare per tipo di oggetto in :

- **Fondi mobiliari**, se investiti in strumenti finanziari, che a loro volta si classificano in:
 - azionari, se prevalentemente investiti in azioni, obbligazioni convertibili e simili;
 - bilanciati con il portafoglio distribuito tra titoli a reddito e titoli a contenuto patrimoniale;
 - obbligazionari, se prevalentemente investiti in obbligazioni;
 - di liquidità, se investiti in obbligazioni con scadenza inferiore ai sei mesi;
 - flessibili, se la struttura del portafoglio varia a discrezione del gestore.
- **Fondi immobiliari**, se investiti in immobili e limitatamente ai fondi chiusi.

Rendimento del fondo e rendimento dell'investitore.

Il rendimento del fondo è dato dalla variazione di valore della quota di partecipazione in un certo arco temporale.

$$R = \frac{VCQ}{VQI}^{1/t} - 1 \quad *100$$

R = valore percentuale del rendimento

VCQ = valore della quota al momento del calcolo

VQI = valore della quota al momento iniziale

T = tempo espresso in anni, mesi, giorni

Il controvalore iniziale deve tener conto delle commissioni di sottoscrizione mentre quello finale delle commissioni di rimborso.

Fondi comuni d'investimento: caratteristiche

Ogni macro categoria si distingue per la percentuale minima e massima di investimento azionario.

✓ Fondi obbligazionari

- I fondi obbligazionari investono il loro **portafogli** in obbligazioni, possono detenere azioni che risultano dalla conversione dei titoli obbligazionari in misura non superiore al 10% del valore del portafoglio.
- **Valuta di denominazione e duration del portafoglio.** Durata finanziaria espressione del rischio di tasso d'interesse a cui è sottoposto un titolo o un portafoglio obbligazionario. La **Duration** è la media ponderata delle scadenze dei pagamenti per interessi e capitale associati al titolo obbligazionario.
- **Categorie specializzate:** l'investimento principale deve essere pari almeno al 70% del portafoglio, 30% residuale. Per i fondi governativi l'investimento principale deve essere pari almeno all'80% del portafoglio ed il 20% residuale.
- Tipologia dell'emittente: categorie governative, *corporate investment grade* con *rating* non inferiore a BBB (S&P)
- Merito creditore: i fondi specializzati in *high yield* si caratterizzano per investimenti in strumenti finanziari senza rating o con rating inferiore a BBB (S&P)
- Investimento residuale: i fondi appartenenti a categorie specializzate investono in strumenti finanziari con rating non inferiore a BBB (S&P)

✓ Fondi azionari

Investono almeno il 70% del portafoglio in azioni

- **Investimento principale** - almeno il 70% del portafoglio deve essere investito in azioni
- **Investimento residuale** - (non più del 30% del portafoglio può essere investito in obbligazioni)
- **Specificazioni**
 - Azionari Italia, area euro, Europa, America, Pacifico, Paesi emergenti, investimento principale in azione con emittente appartenente all'area geografica di riferimento
 - Fondi azionari paese: investimento principale in emittenti appartenenti al paese definito nel regolamento
 - Fondi appartenenti ad una delle 9 categorie settoriali: emittente qualunque ma appartenente ad uno o più settori definiti dal *Global Industry Classification Standard*.

Fondo Infrastrutturale: generalmente Fondo di tipo “chiuso” (ovvero, con un numero fisso di quote di partecipazione e con restrizioni all’uscita prima del termine contrattualmente previsto per il rimborso delle quote medesime) riservato ad investitori qualificati ed operante secondo lo schema tipico dei fondi di investimento in *private equity* (es. investimenti in azioni emesse dalle società di progetto) o *private debt* (es. investimenti in project bonds, debito mezzanino) con la sola differenza circa la tipologia/specializzazione di investimento, costituita appunto da infrastrutture.

Il Fondo Infrastrutturale opera con allocazioni finanziarie dirette verso:

- asset regolamentati;
- con Contratti di Concessione (o atti omologhi) che diano certezza del cash-in a fronte di prespecificate prestazioni;
- business line di affidabile durata;
- laddove le entità finanziarie siano rilevanti;
- per orizzonti temporali Medio-lunghi;
- laddove vi sia robustezza conclamata dell’Autorità di regolazione.

I prerequisiti di cui sopra sono alla base della loro caratterizzazione, fondata su:

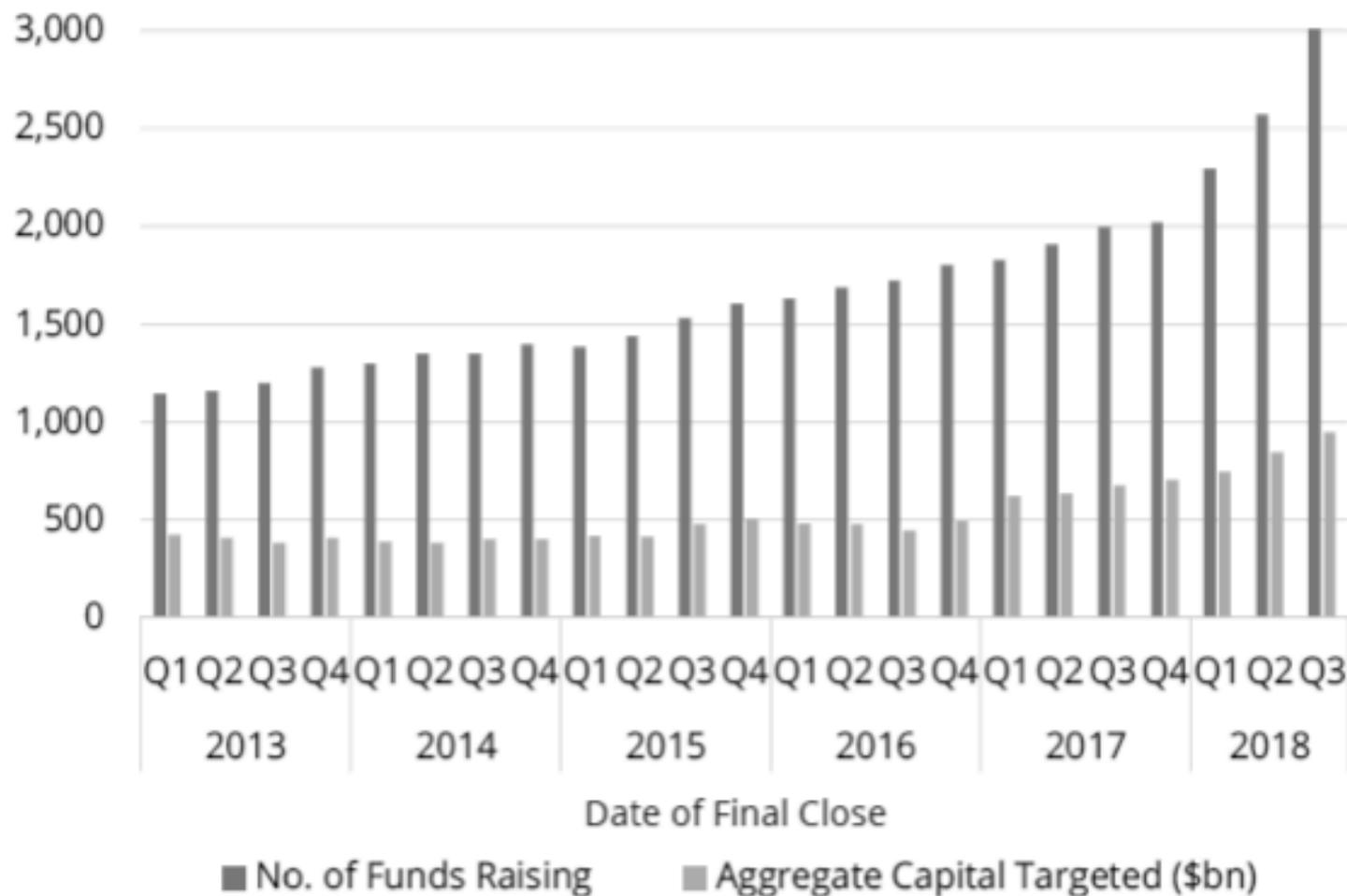
- flussi finanziari sostanzialmente certi;
- rischi contenuti o prevedibili oggettivamente;
- presenza di collaterali fisici;
- *mitigant* credibili, auspicabilmente da solida Public regulation.

Ai loro quotisti, quindi, i Fondi Infrastrutturali internazionali hanno tradizionalmente prospettato:

- *yield* costante nel tempo
- frequente buon apprezzamento in conto capitale dell’investimento,
- rendimenti *inflation linked*
- minimizzazione del rischio globale del portafoglio
- minimizzazione della correlazione al ciclo economico

Le caratteristiche sopra sintetizzate degli *Infrastructural Fund* si sono rivelate fortemente attrattive per investitori istituzionali

Mercato dei fondi di Private Equity + Venture Capital



Gli OICR di diritto italiano tra vecchie e nuove categorie

Le categorie di fondi di investimento previste dalla disciplina italiana sino al recepimento della AIFMD erano le seguenti:

1. fondi comuni aperti;
2. fondi comuni chiusi;
3. fondi riservati;
4. fondi speculativi.



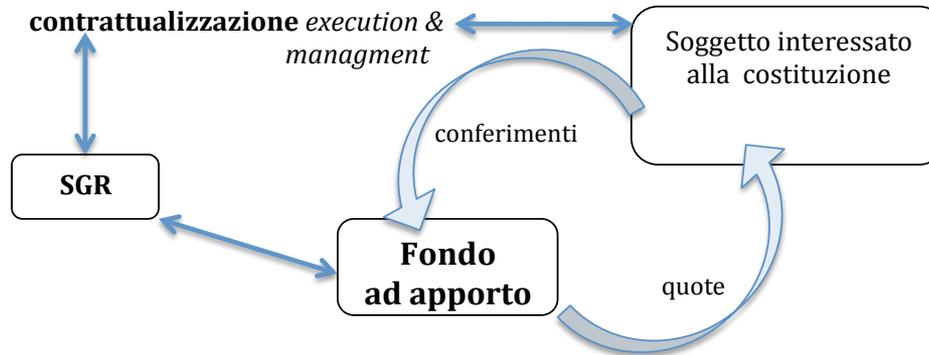
A seguito dell'adozione del D.M. n. 30/2015 si individuano, oggi, le seguenti categorie di OICR di diritto italiano:

1. OICVM;
2. FIA aperti e chiusi;
3. FIA immobiliari;
4. FIA riservati;
5. OICR garantiti.

Differenze tra fondi armonizzati e fondi alternativi

	FONDI ARMONIZZATI	FONDI ALTERNATIVI
<i>Ambito di applicazione</i>	direttive UCITS (*UCITS IV)	direttiva AIFM (direttiva 2011/61/UE)
<i>Tipologia</i>	unicamente di tipo aperto	sia aperti che chiusi
<i>Oggetto dell'investimento</i>	esclusivamente le attività indicate nelle direttive UCITS (presenza, inoltre, di limiti percentuali)	ampia gamma di strumenti finanziari (vincoli meno stringenti rispetto ai fondi armonizzati)
<i>Clientela</i>	prevalentemente investitori al dettaglio , ma anche investitori professionali	investitori professionali (con possibilità per gli stati membri di estendere la commercializzazione di alcune tipologie di FIA anche presso investitori <i>retail</i> *)

*In Italia la commercializzazione è stata aperta anche presso investitori *retail*



Con l'introduzione delle **SicaF** e le **SicaV** si sono aperte alternative interessanti ai tradizionali Fondi Immobiliari gestiti dalle SGR, in quanto, rispetto ad esse, godono propria personalità giuridica e di una maggiore flessibilità operativa. Tale flessibilità operativa è purtroppo limitata.

In primo luogo la predetta *“priorità d’investimento in Asset Fisici o caratterizzati da Diritti Reali patrimonializzabili (alla stregua del classico caso dell’Immobile)”* si declina nell’obbligo d’investire almeno il 75% del capitale raccolto (o, comunque, gestito) in asset immobiliari o omologhi ed un massimo del 25% in immobilizzazioni finanziarie (azioni, partecipazioni, ecc..., proprie del capitale mobiliare).

In secondo luogo non viene certo meno la presenza della SGR. Quest’ultima può avere due tipologie di ruolo: nella Sicav o SicaF eterogestita l’SGR continua a svolgere i principali ruoli operativi alla stregua di una Società di Servizio con forti responsabilità gestionali, oppure, nel modello “autonomo o auto-gestita”, l’SGR può addirittura limitarsi al ruolo di supervisore di supporto. Esisterà, quindi, una Gestione delegata dall’Assemblea dei Soci (ex quotisti, ora Soci) ad un Consiglio di Amministrazione nel quale potranno comparire anche azionisti/quotisti, insieme all’Amministratore Indipendente e al rappresentante della SGR costituente, con ruoli, la SGR, più o meno marcati formalizzati in Statuto. Ciò, ovviamente, avrà riflessi anche d’ordine strategico e di reputation, nella credibilità e, quindi, nell’efficacia della raccolta di mezzi finanziari

Le Sicav

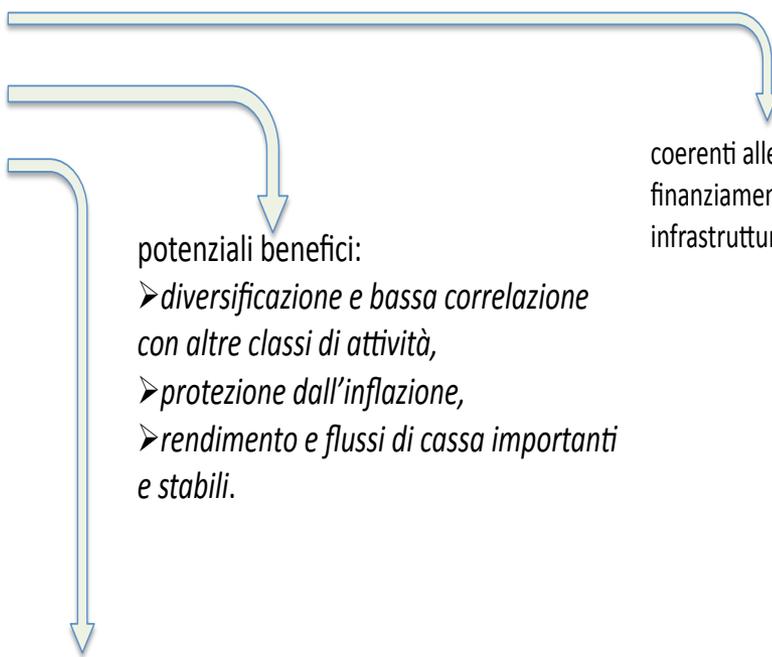
Si definiscono **SICAV** “le società per azioni a capitale variabile con sede legale e direzione generale in Italia, avente ad oggetto esclusivo l’investimento collettivo del patrimonio raccolto attraverso un’offerta al pubblico delle proprie azioni.” L’autorizzazione è concessa dalla Banca d’Italia, sentita la CONSOB, la SICAV è iscritta presso un apposito albo tenuto dalla Banca d’Italia.

Caratteristica della SICAV è che l’investitore diventa azionista della società e quindi, attraverso l’esercizio del diritto di voto, partecipa alla vita della stessa intervenendo sulla sua politica degli investimenti. Una SICAV può gestire direttamente il proprio patrimonio o delegarne la gestione ad una società di gestione del risparmio. Le **SICAV** sono organismi di tipo “aperto” con capitale sociale variabile e coincidente con il patrimonio netto. Le **SICAF**, invece, definiscono il loro operare a partire da un Capitale iniziale Fisso.

Differenze tra FONDI e SICAV/F

FONDI DI INVESTIMENTO	SICAV e SICAF
OICR costituiti in forma (puramente) contrattuale	OICR costituiti in forma societaria
Il fondo di investimento è un patrimonio a sé stante, costituito con il denaro dei sottoscrittori e gestito dalla società di gestione	Le SICAV e le SICAF sono vere e proprie società (SpA), i cui i sottoscrittori divengono soci con tutti i relativi diritti
Modalità di adesione: sottoscrizione quote del fondo	Modalità di adesione: 1. sottoscrizione di azioni (SICAV) 2. sottoscrizione di azioni o di strumenti finanziari partecipativi (SICAF)
Il risparmiatore non ha la possibilità di intervenire nelle scelte di asset allocation	Il risparmiatore diventa azionista (socio); di conseguenza, può partecipare alle assemblee sociali e contribuire, seppur entro certi limiti, alle scelte di allocazione delle risorse
Il patrimonio è gestito dalla società di gestione, in quanto il fondo non è un soggetto autonomo di diritto	Possono gestire direttamente il proprio patrimonio (in quanto OICR dotati di personalità giuridica) o avvalersi di un gestore esterno

nuove strategie
di *funding*
per Contratti di
Concessione
Project
Financinf



potenziali benefici:
➤ *diversificazione e bassa correlazione con altre classi di attività,*
➤ *protezione dall'inflazione,*
➤ *rendimento e flussi di cassa importanti e stabili.*

Covenant e Mitigant

insieme di clausole contrattuali di specificazione e regolazione fenomeni avversi per aggiungere sicurezza:

lock-up dei dividendi limitano l'ammontare dei dividendi distribuibili se il flusso di cassa è relativamente basso
sweep del flusso di cassa allocano un certo flusso di cassa ai finanziatori quando il flusso di cassa è alto

coerenti alle tipologie e volumi di finanziamenti richiesti dagli investimenti infrastrutturali

Garanzie pubbliche su progetti a commessa

Medio Credito Centrale - Circolare 617 del 25 maggio 2012

Criteria di valutazione economico-finanziaria per le imprese caratterizzate da cicli produttivi ultrannuali e operanti su commessa o a progetto.

"Nell'ambito delle Disposizioni Operative è emersa la lacuna normativa data dall'assenza di modalità per la selezione delle imprese non caratterizzate da continuità operativa, contraddistinte da un'alta volatilità del fatturato, operanti su commessa o a progetto, le quali, per realizzare una determinata iniziativa, sono chiamate a dotarsi, talvolta anche ricorrendo a forme di outsourcing, di un'adeguata struttura produttiva.

Questa tipologia di imprese si distingue per un marcato disallineamento temporale dei flussi finanziari, con una concentrazione dei costi nella fase iniziale e un rientro dei flussi attesi più o meno graduale, collegato al ciclo economico dell'iniziativa.

A seguito della modifica normativa approvata, **la valutazione economico-finanziaria dei dati storici degli ultimi due bilanci effettuata sui modelli di scoring applicabili è integrata da un ulteriore modello di analisi basato su business plan, con l'obiettivo di acquisire le informazioni necessarie per rilevare la capacità dell'impresa di:**

- **realizzare la commessa o il progetto;**
- **di remunerare l'iniziativa.**

Covenants & Mitigants

TABLE 2 POSSIBLE RISKS AND COVERAGE DURING THE OPERATING PERIOD

Instrument	Operating efficiency problems	Increase in routine O&M	Increase in major O&M	Market demand and pricing	Input availability	Force majeure
Take-or-pay				X		
Put-or-pay					X	
Pass-through		X		X		X
Debt service reserve funds	X		X		X	X
Maintenance reserves			X			
Cash traps	X	X		X		
Insurance						X
Tracking accounts				X		
Equity kickers				X		

Note: Table shows principal applications of instruments.

ESEMPIO: Covenants, Mitigants, Collaterals di un Deal “Infrastrutturale e Regolare”

Items caratterizzanti il Deal	YES	NO	Comments
Cyclic or merchant/commercial Business Line		No	Revenues are strongly monopolistic and clearly regulated and connected to a more general regulated redistributive system operating at national level (<i>Cassa Conguaglio</i>)
Regulated Business	Yes		CapEx = Regulated RAB and recognized (by a full cost recovery Pricing Model) according a “Cost-Pass-Through Model”
Regulator reliability	Yes		Very important reliability of Italian Energy Authority, as independent and strongly efficient Administrative Public Entity. Internationally recognized both for specific skills and regulatory autonomy
Reliability of Asset’s Values	Yes		Initial and Terminal Values are clearly well defined by Public Authority’s Resolution (unquestionable). Such a Regulated Asset Base all Pricing Regulation has to be considered a technical consequence.
Collaterals	Yes <i>Asset based</i>		Use the asset (existing and/or just constructed gas grid pipeline) as a collateral and its cash flow. SIDiGas will build up step by step the Grid and it will be totally placed as a collateral for the Financers.
Mitigants	Yes		<ol style="list-style-type: none"> 1. Only existing and working assets will be placed as contractual collateral. 2. A specific escrow of overall revenues will be formalised and dedicated to financier’s flows. 3. Even in the the case of default or bankruptcy of Counterpart (the Distributor SIDiGas_{SpA}) another Distributor will take place due to uninterruptible characteristic of the underlying universal service 4. Affordable Track Records 5. Performance Bonds by executors
Counterpart risks		No <i>minimum</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Direct ownership 2. General Contractor’s activities will be fully guarantees by Performance Bonds 3. Mandatory Agreement to sell “Regulated and Essential Assets” in case of default
Potential growth of deployment	No		1. Deployment is to be correlated to Gas Grid Construction Plan, according to Public Concession Vertical Integration (both Up-Stream and Downstream sectors).
Expected Rate-of-Return Regulation	Yes 6,1%-6,3%		Rate-of-Return on each CapEx is regulated each four years by Public Authority according to a clear MacroEconomic Panel data well predictable. Today growing up to 6,3%.
Potential increase of IRR	Yes		Opportunity to obtain premium shares
Timing	Long Term		Concession Lag = 14 years. Very high probability of extension period.