

# ***Financing new infrastructures***

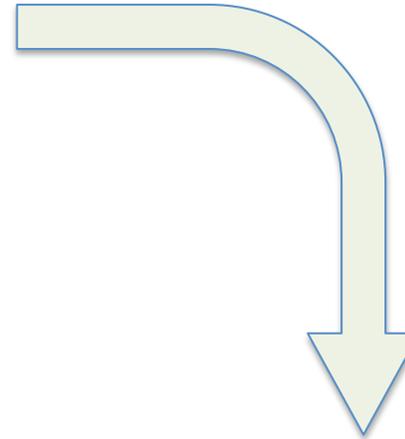
Dispensa del prof. Roberto Fazioli

[Roberto.Fazioli@unife.it](mailto:Roberto.Fazioli@unife.it)

a.a. 2018/19

## La crisi e le difficoltà del Public e Project financing

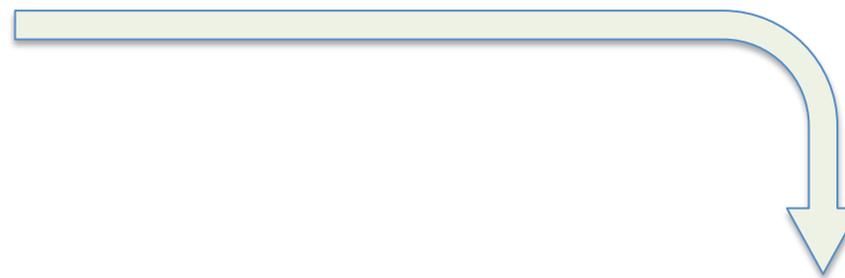
1. intenti semplicisticamente redistributivi debordano nella banalizzazione delle tariffe insufficienti a coprire i costi
2. regolazione politica “contingente”
3. percezione del costo nullo della Finanza Pubblica



	Gap investimenti (shock %PIL)	Impatto di breve periodo (Δ%PIL 1 anno dopo)	Impatto di medio periodo (Δ%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*

# 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

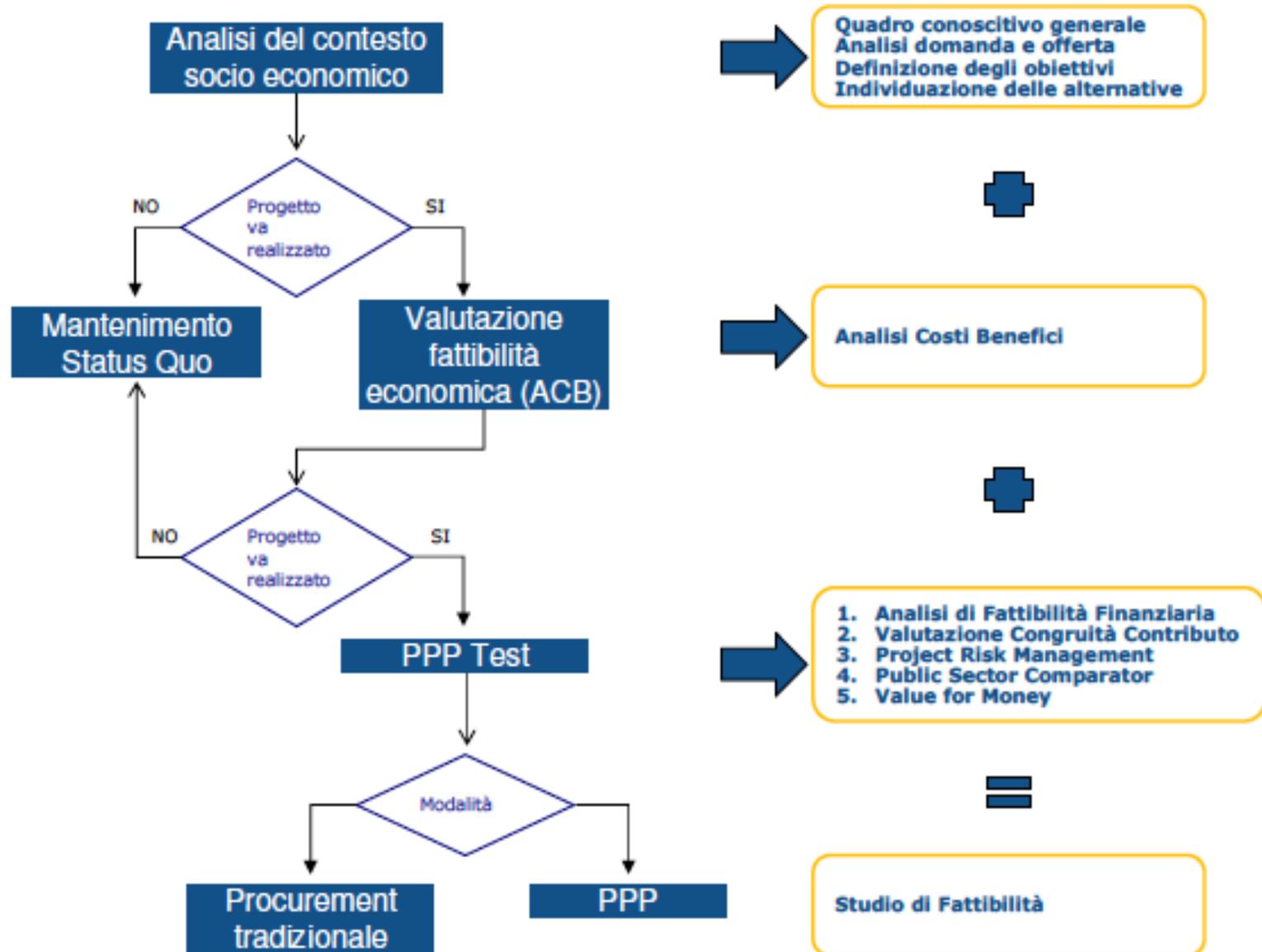
## OPERE TIEPIDE

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

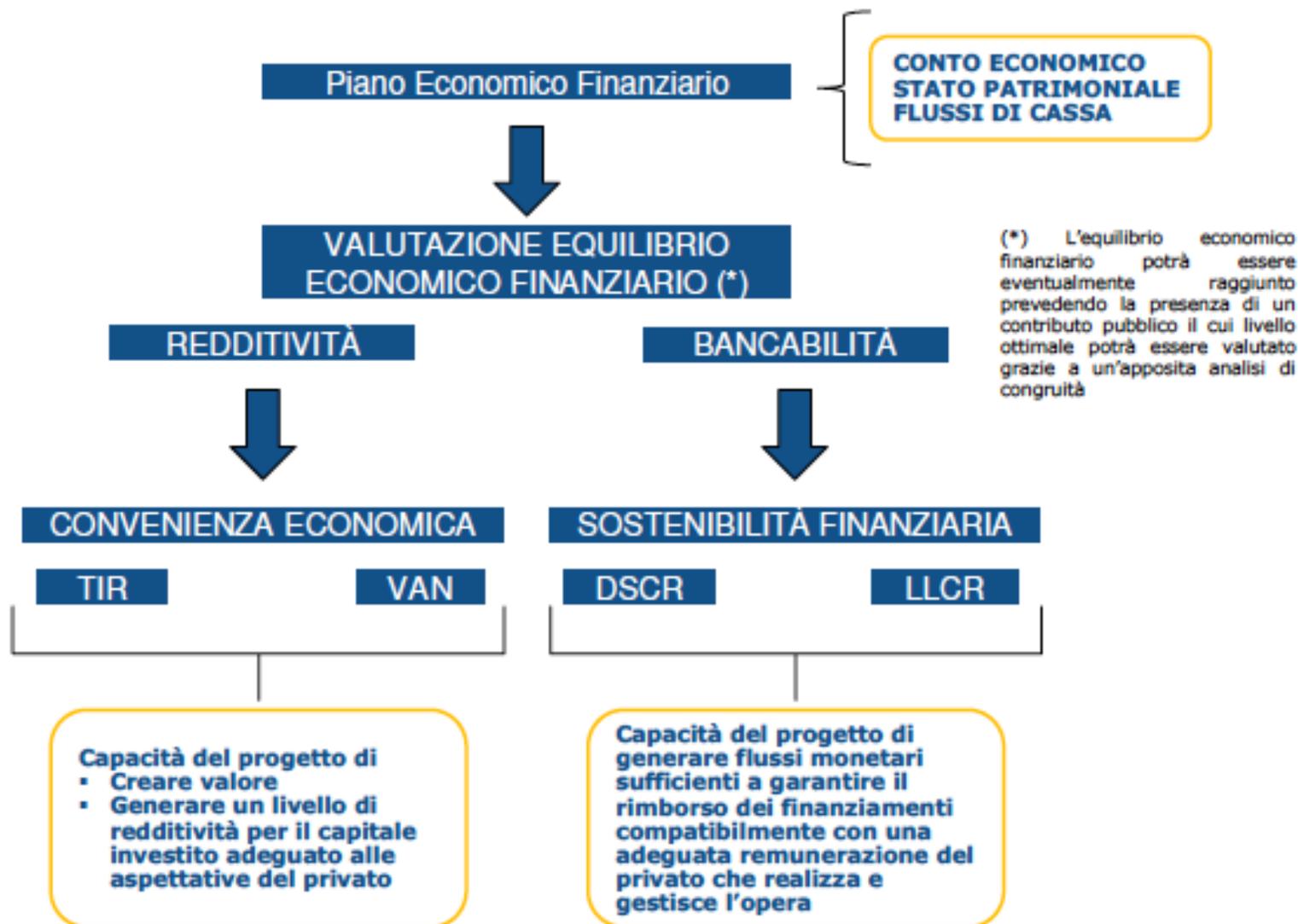
Progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione. È il caso di tutte quelle opere pubbliche - carceri, ospedali, scuole - per le quali il soggetto privato che le realizza e gestisce trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) da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

# ALBERO DECISIONALE DELLA P. AMM.



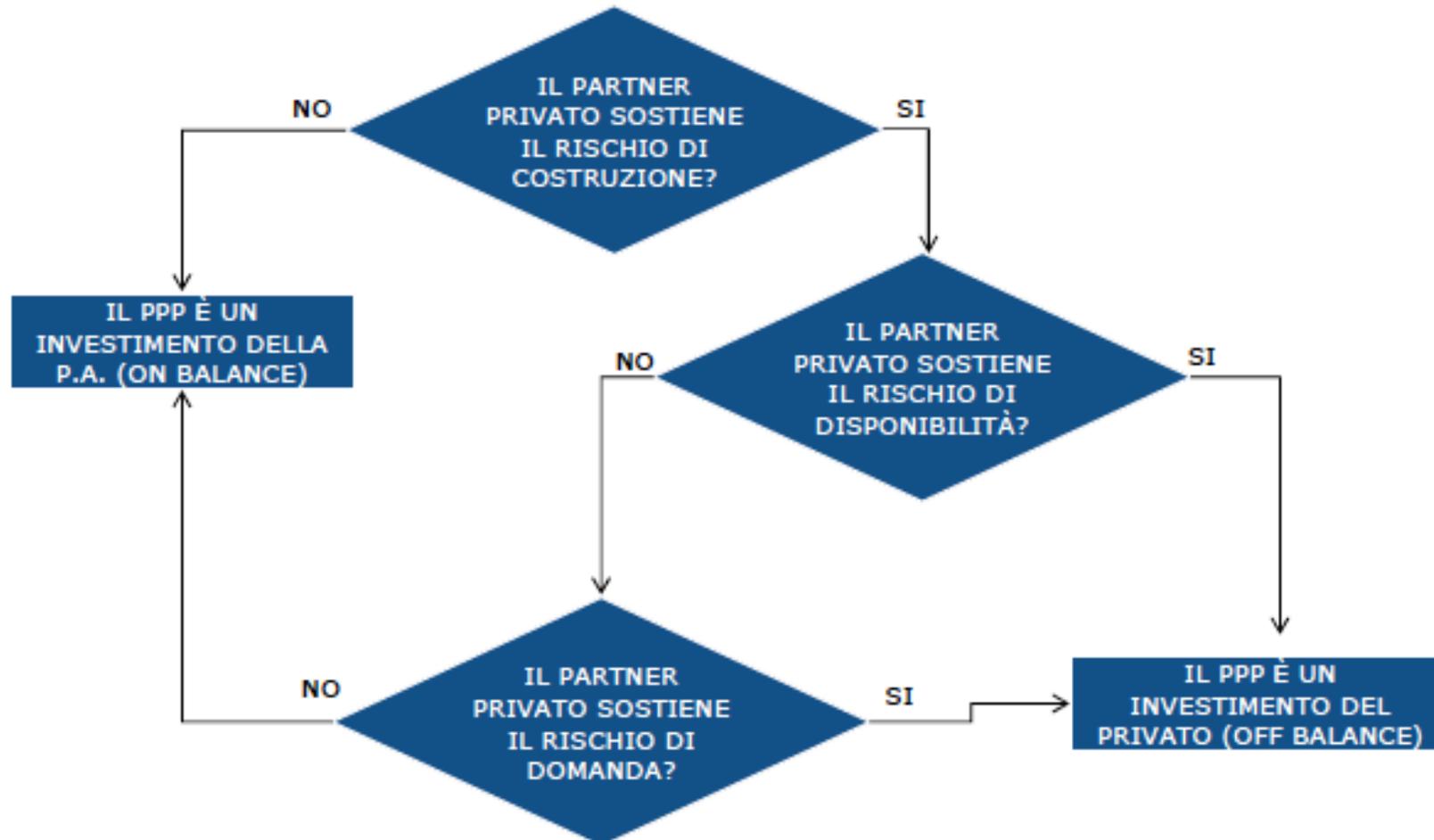
# ANALISI E VALUTAZIONE FINANZIARIA DEL PROJECT FINANCING

Un progetto realizzato in Project Financing dovrà garantire una adeguata convenienza economica ed essere sostenibile finanziariamente



## Contabilizzazione dell'Investimento

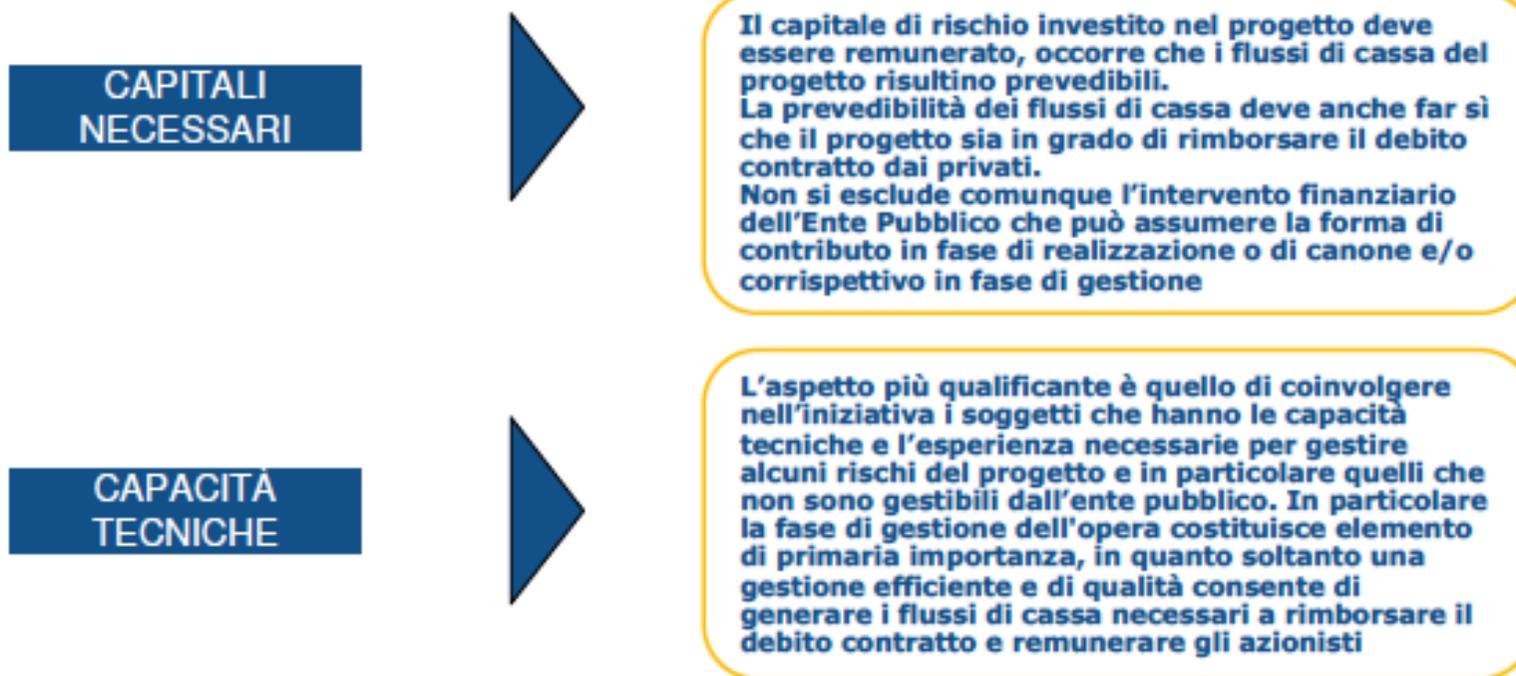
Affinché il costo dell'investimento sia contabilizzato off balance da parte della Pubblica Amministrazione, occorre che il partner privato sostenga il rischio di costruzione e almeno uno tra il rischio di disponibilità e il rischio di domanda



## 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

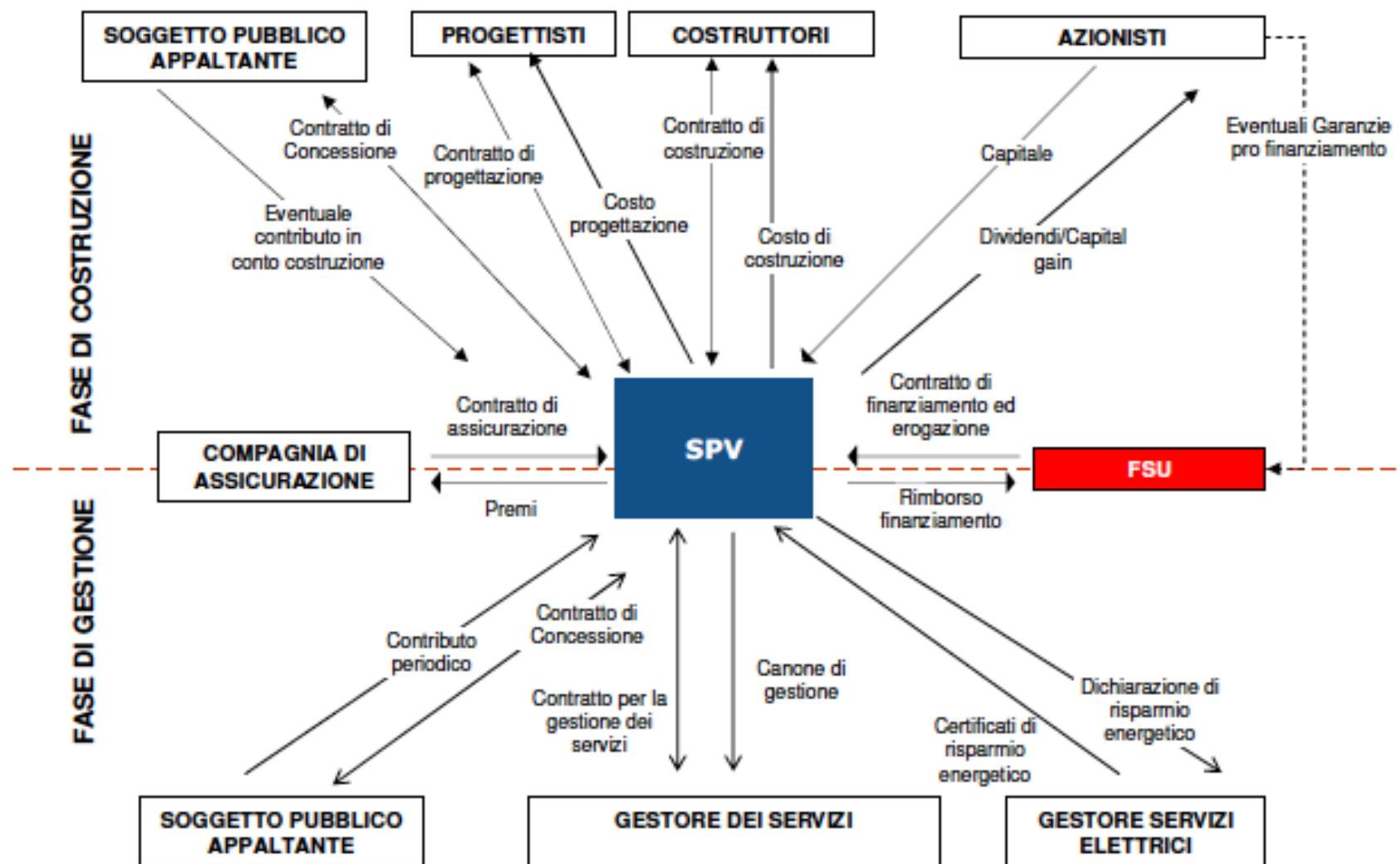


La realizzazione di OOPP attraverso schemi di Concessione di costruzione e gestione si basa di solito sulla tecnica del Project Financing, ossia sul presupposto che

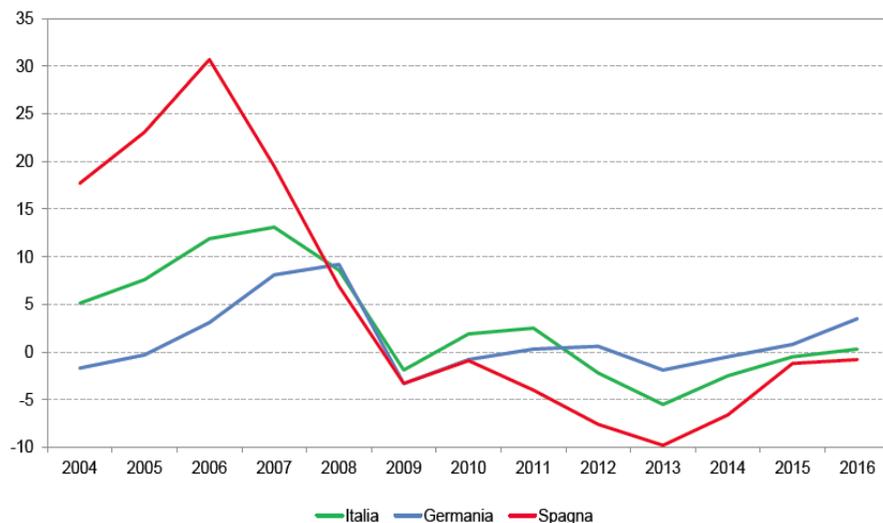
- i flussi di cassa che l'unità economica produce siano sufficienti a consentire il rimborso del prestito (quota capitale + interessi) e la remunerazione del capitale di rischio
- le attività dell'unità economica costituiscano la sola o principale garanzia collaterale del prestito

- 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

- 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



**Prestiti alle imprese**  
(variazioni percentuali sui 12 mesi)



**Prestiti bancari alle imprese (variaz. % yoy)**

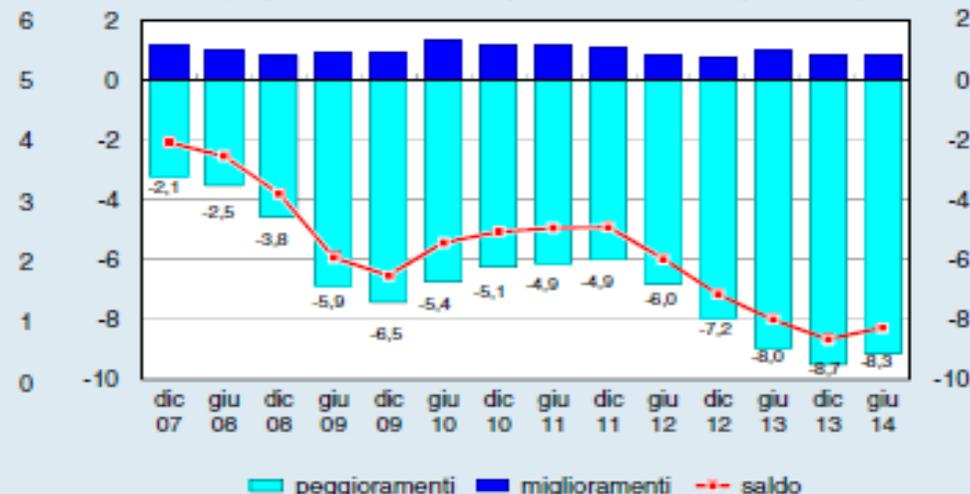


**Indicatori della qualità del credito alle imprese**

(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.

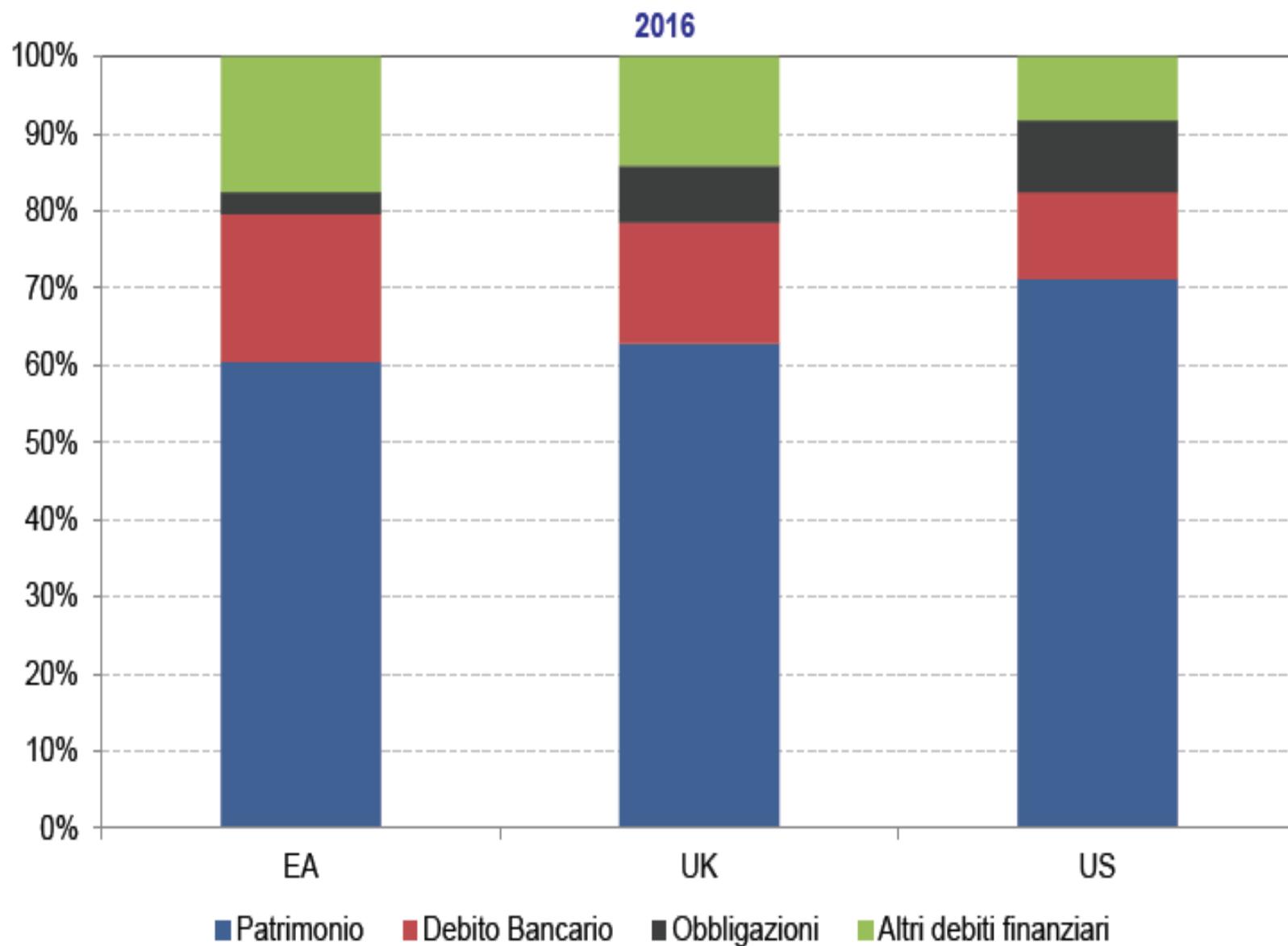
(1) Flussi trimestrali di prestiti deteriorati rettificati e di sofferenze rettificate in rapporto alle consistenze dei prestiti al netto di tali poste alla fine del trimestre precedente, in ragione annua. Dati depurati dalla componente stagionale, dove presente. – (2) L'indice considera i passaggi dei 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.

## La spirale recessiva e i 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
- la penuria di credito rinforza lo shock macroeconomico, ritarda la ripresa

## 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

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



**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**

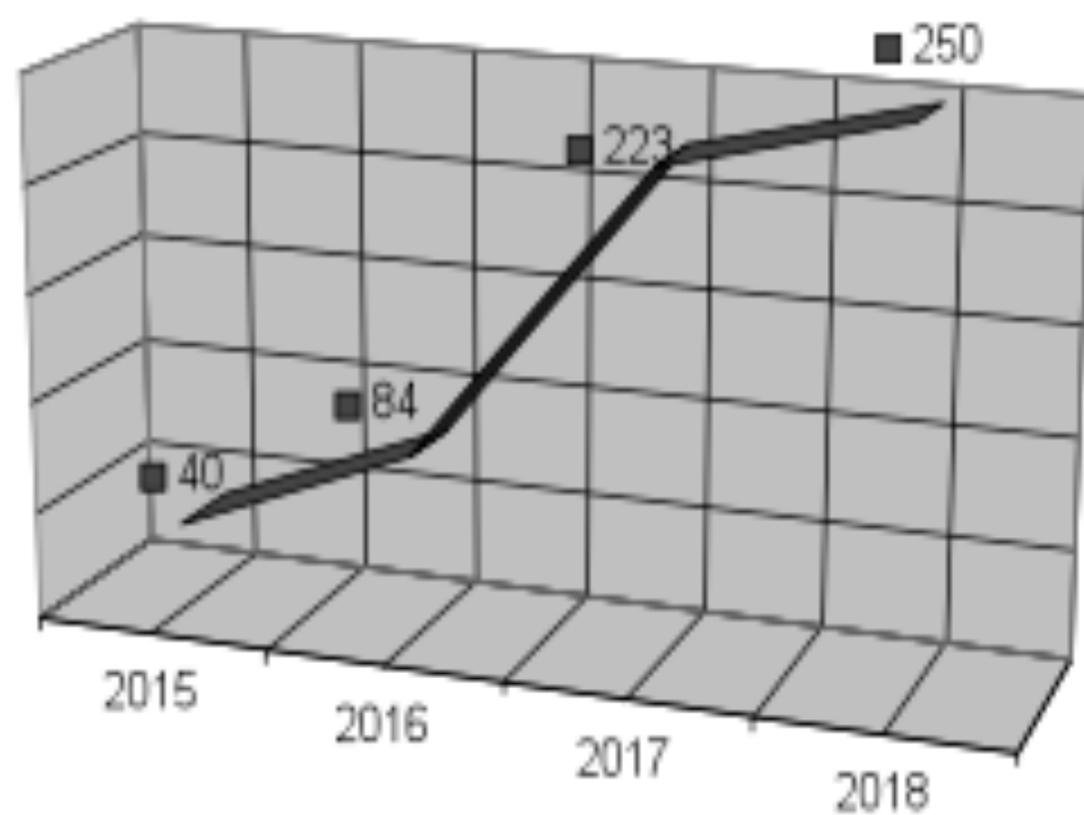
pricing

- 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**



■ Valore dei green bond in miliardi di dollari

# Lo sviluppo dei mercati obbligazionari per le imprese

## INVESTITORI

Banche

Assicurazioni

OICR

Fondi pensione

Family offices

Fondazioni

Fondazioni

Casse previdenziali

Hedge funds

Fondi di private equity

Special purpose vehicle

## EMITTENTI

Fatturato compreso tra 15 e 15 mln €

- EBITDA target 10%
- Emissione target 5 mln €

Fatturato compreso tra 25 e 50 mln €

- EBITDA target 7,5%
- Emissione target 10 mln €

Fatturato compreso tra 50 e 150 mln€

- EBITDA target 5%
- Emissione target 50 mln €

# 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

**Private Placement**

VS

**Capital Markets**

## Arranger

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

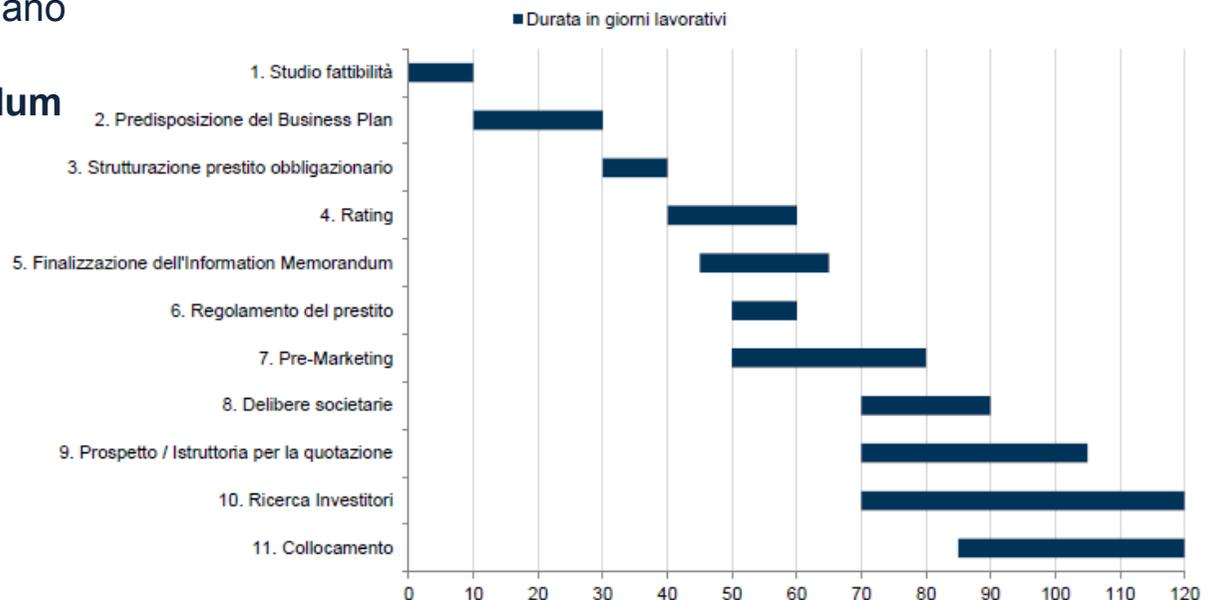
## Società di rating

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

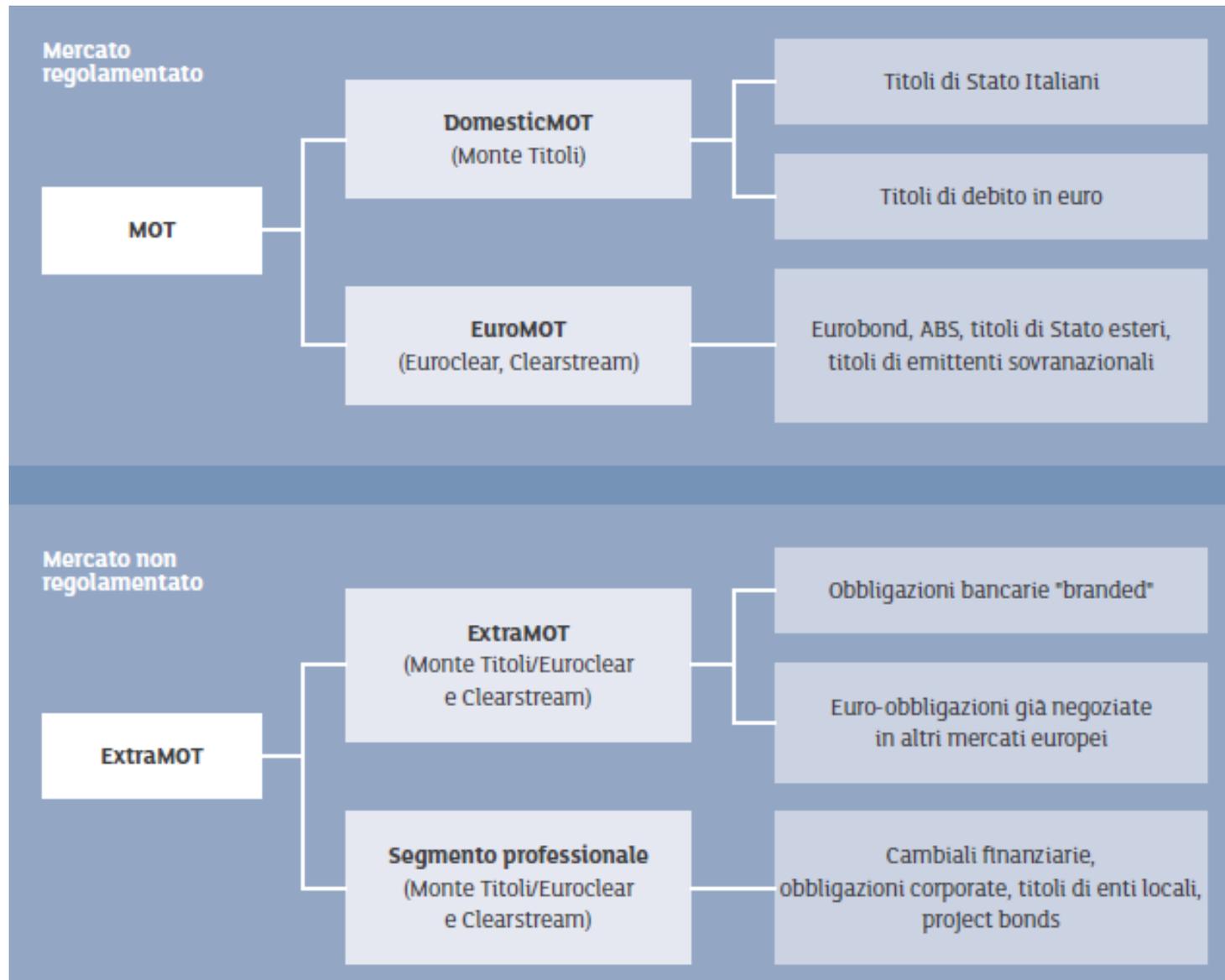
**Rating Unsolicited**  
Comunicati ai clienti del servizio di rating e all'entità valutata

## Studio legale

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

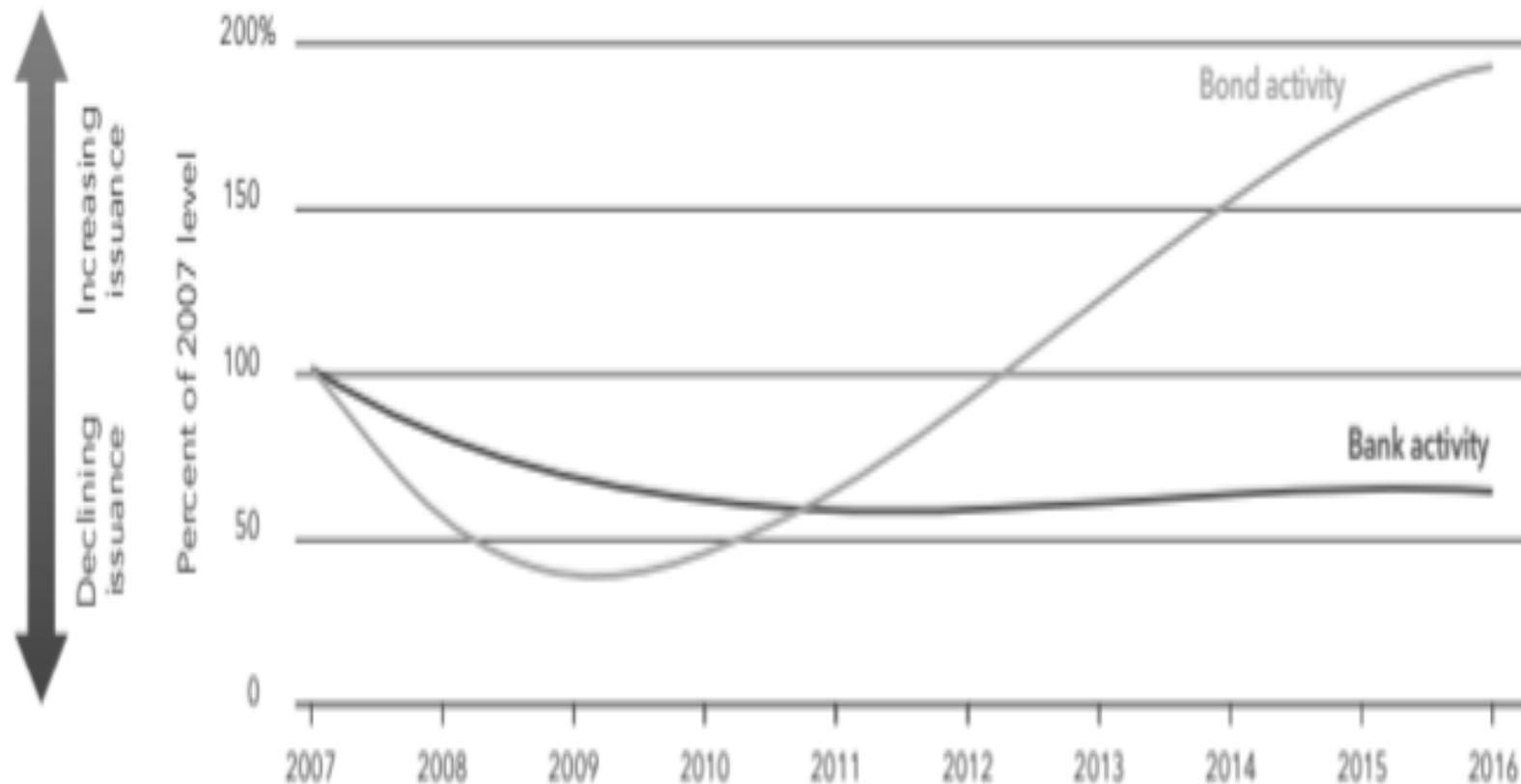


# I mercati obbligazionari di Borsa Italiana



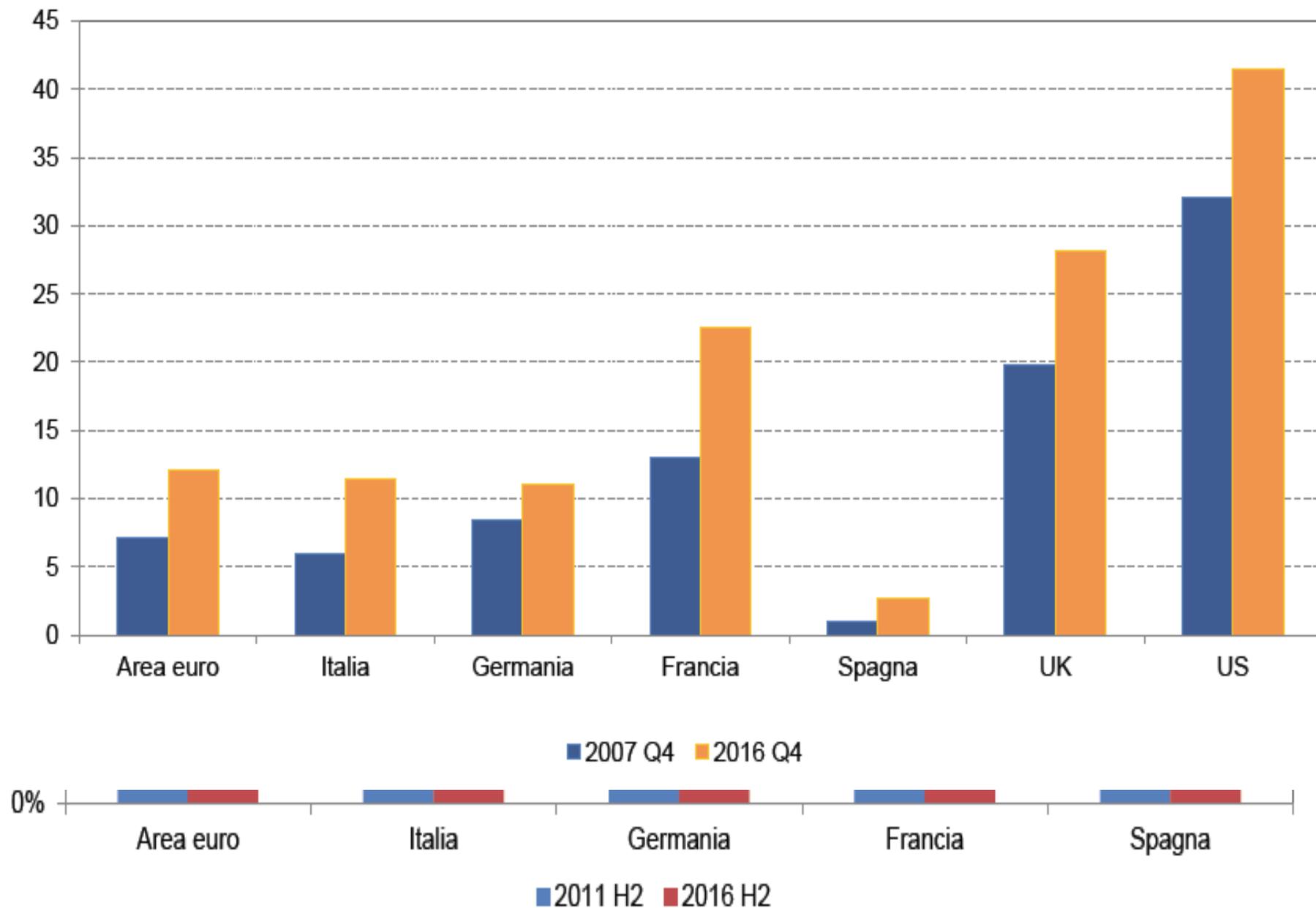
## Less bank lending, more bonds

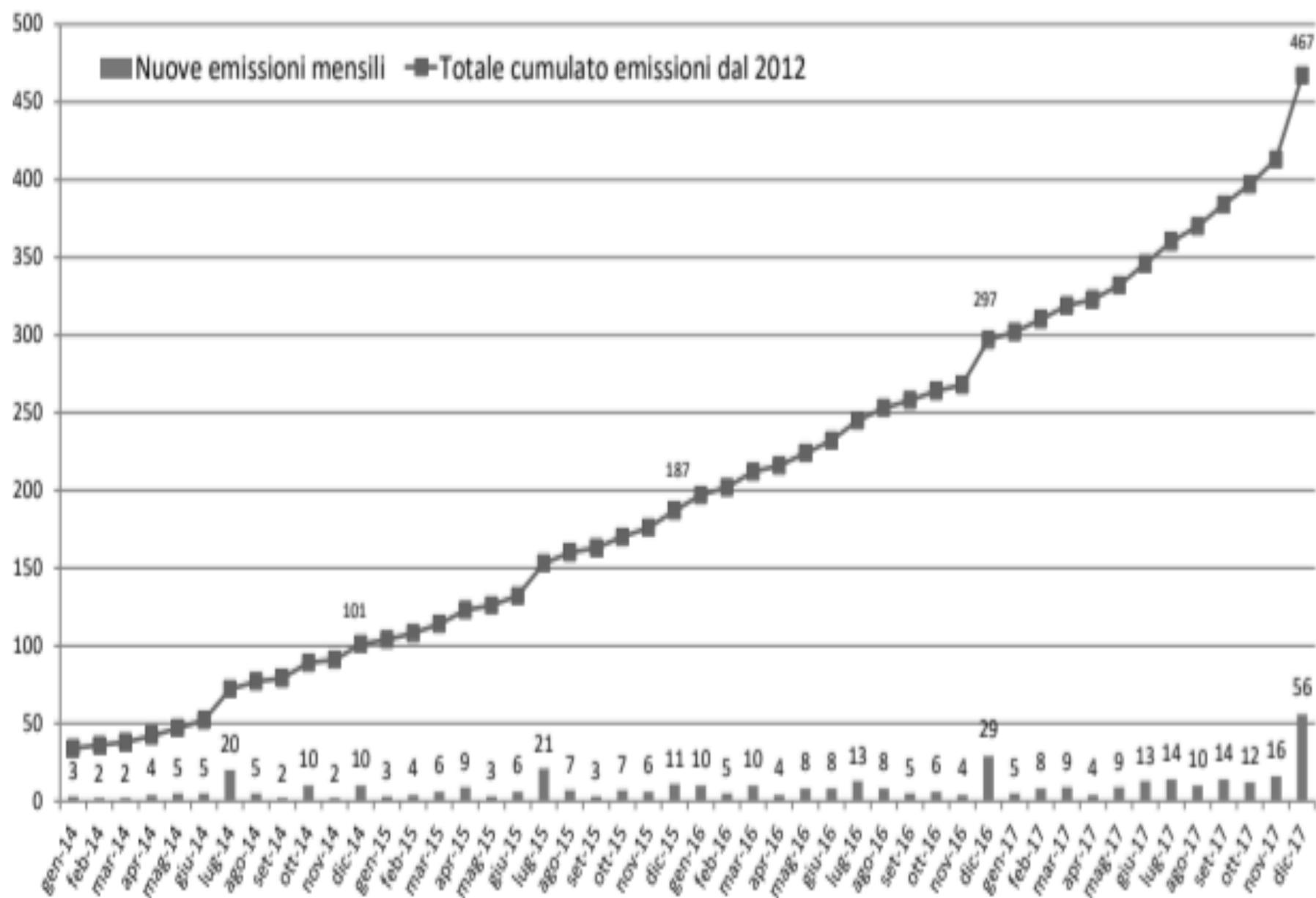
Change in volume of global infra debt financing, bank loans vs. bonds (2007 = 100%)

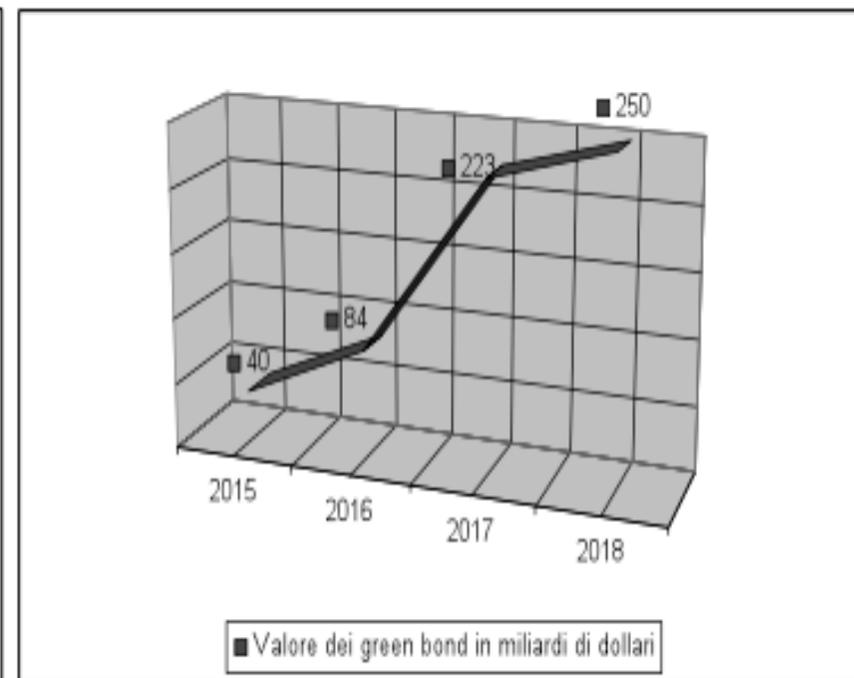
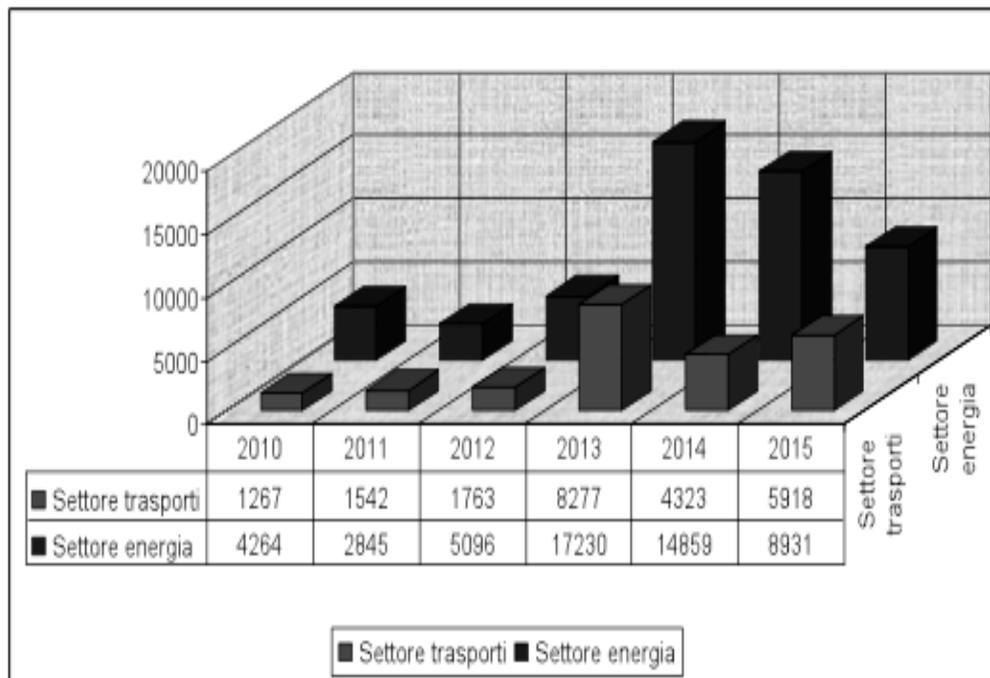


Source: IJ Global, December 31, 2016. Note: The charted data represents the historical volume of bank lending compared to institutional bond issuance in the U.S., Canada & Europe. The bond market has grown significantly since the 2008-2009 GFC relative to the bank market. However, bank financing still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

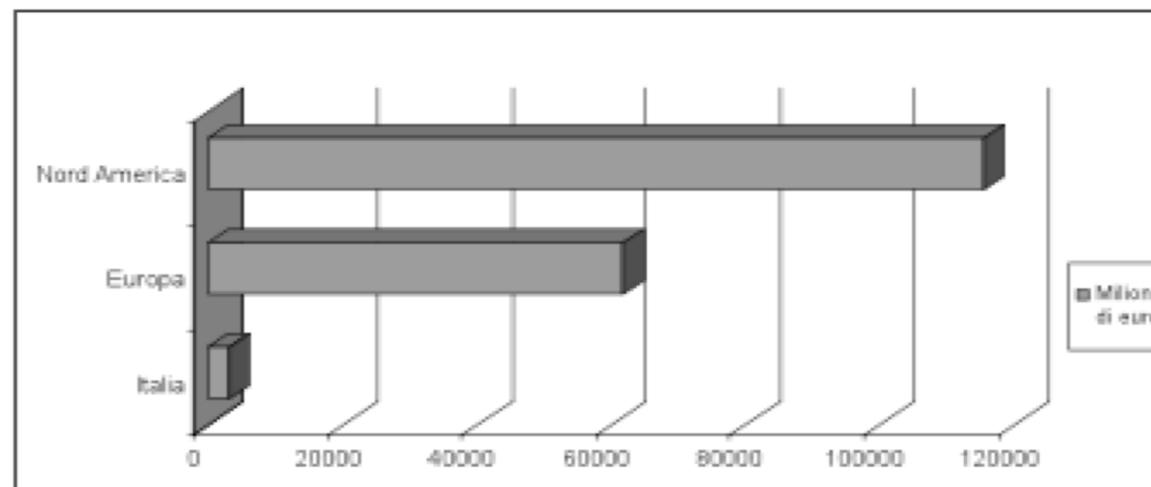
## Incidenza del debito obbligazionario sul totale dei debiti finanziari (in percentuale)







**Valore delle emissioni mondiali dei project bond nei settori dei trasporti ed energia negli anni 2010-2015**



**Grafico 8.4: Valore delle emissioni mondiali dei project bond nei settori dei trasporti ed energia negli anni 2010-2015**

## Mercati obbligazionari a confronto

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

## *L'ingresso di nuovi soggetti finanziatori: i Fondi d'Investimento*



società di gestione  
(in Italia le **SGR**)

*I FIA (Fondi Alternativi d'Investimento), ovvero AIF (Alternative Investment Funds) sono fondi di investimento regolati che includono hedge fund, fondi di hedge fund, venture capital e fondi di private equity e fondi immobiliari. I F.I.A. sono destinati a investitori "ben informati" (investitori istituzionali, professionali e qualificati). L'ambito di investimento dei FAI è spesso specifico, particolare, "poco facilmente scambiabile", da cui la natura di "illiquidità" del Fondo Alternativo: è il tipico contesto dei singoli investimenti infrastrutturali.*

**Debt Fund - direct lending:** investe in titoli obbligazionari, prodotti cartolarizzabili, strumenti del mercato monetario o debito a tasso variabile, come un fondo comune o un fondo negoziato in borsa. Potrebbe anche inquadrarsi come un fondo di credito o, anche, un fondo a reddito fisso

**Equity fund** composto da fondi e investitori che investono direttamente in società *private* con l'obiettivo finale di rivendita della società a una società diversa o incassare attraverso una IPO

offrono ai risparmiatori, ovvero a soggetti che hanno in animo l'allocazione delle proprie disponibilità finanziarie, la possibilità di investire senza dover prendere decisioni di investimento su singoli titoli o per monitorare attivamente eventi societari e di mercato. I fondi di investimento consentono inoltre di investire in oggetti che non sarebbero disponibili direttamente al singolo.

**Quotisti**

**I fondi di Private Equity** assumono la connotazione di veicoli di investimento in capitale di rischio che, diversamente dai fondi comuni di investimento o dagli *hedge fund*, si concentrano su opportunità di investimento a medio – lungo termine (generalmente di durata compresa tra i cinque e i dieci anni), consentendo così, da un lato, alle imprese di disporre della liquidità necessaria senza dover remunerare il capitale nel breve periodo e, dall'altro, agli investitori di ottenere rendimenti superiori a quelli di mercato, nonché consistenti *capital gain* al momento della dismissione della partecipazione.

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



coerenti alle tipologie e volumi di  
finanziamenti richiesti dagli investimenti  
infrastrutturali

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:*

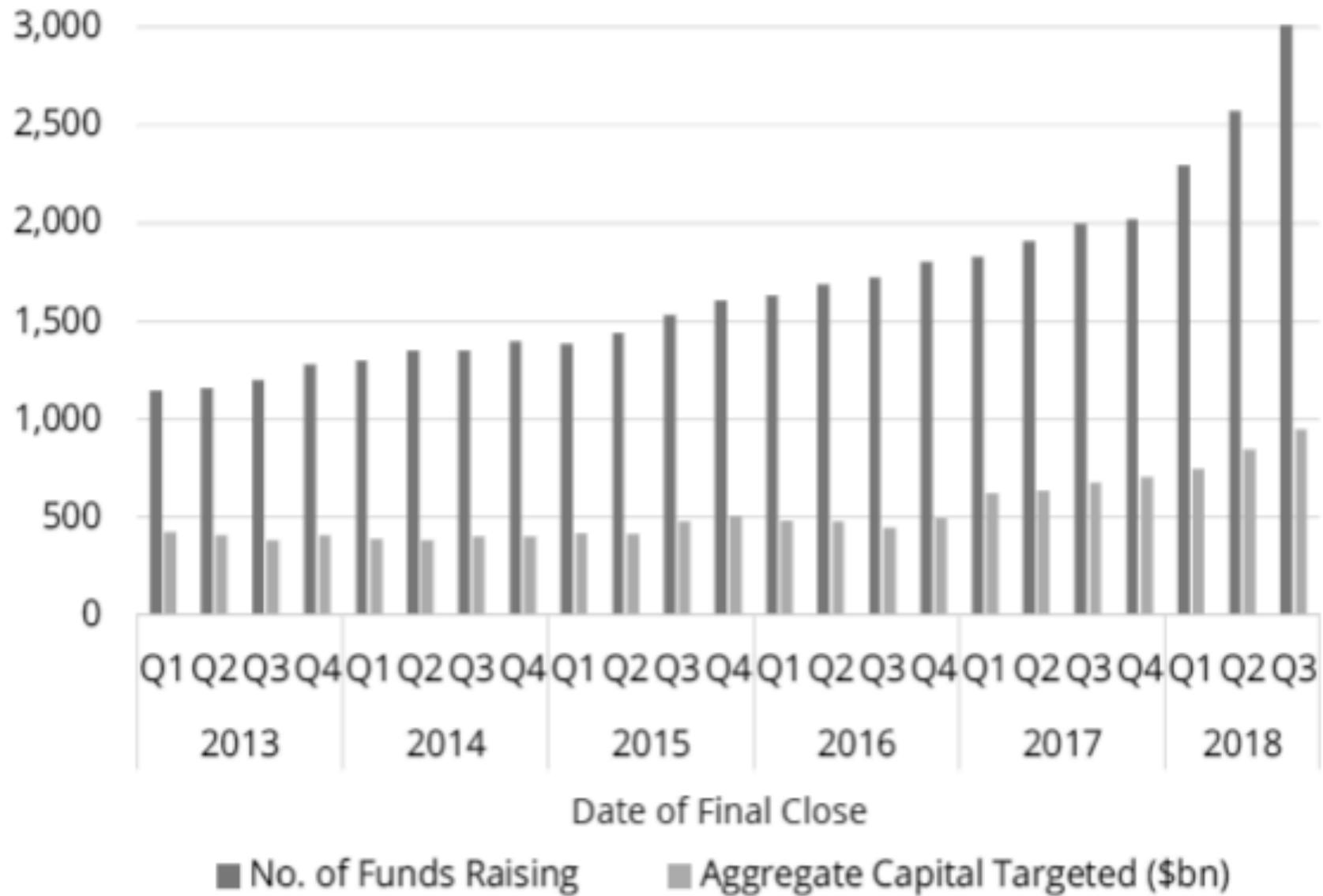
*lock-up* dei dividendi limitano l'ammontare dei dividendi distribuibili se il flusso di cassa è relativamente basso  
*sweep* del flusso di cassa allocano un certo flusso di cassa ai finanziatori quando il flusso di cassa è alto

**TABLE 2 POSSIBLE RISKS AND COVERAGE DURING THE OPERATING PERIOD**

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

*Note:* Table shows principal applications of instruments.

## Mercato dei fondi di Private Equity + Venture Capital



**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.

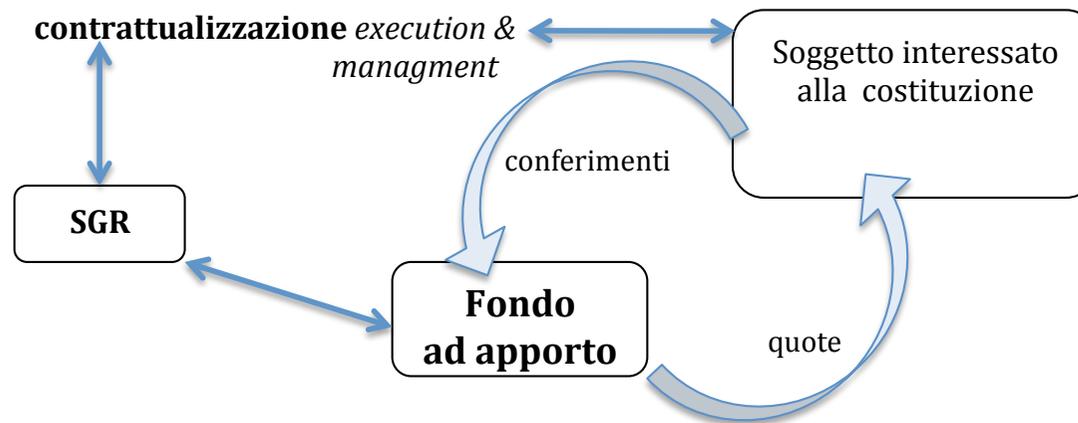
I prerequisiti di cui sopra sono alla base della loro caratterizzazione, fondata su:

- 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



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 purtuttavia limitata.

In primo luogo la predetta *“priorità d'investimento in Asset Fisici o caratterizzati da Diritti Reali patrimonializzabili (alla stregua del classico caso dell'Immobilare)”* 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