



EVERYTHING MATTERS

*Project Bond:*  
Uno strumento per il mercato  
delle infrastrutture

*avv. Rodolfo Errore*  
*Head of Project DLA PIPER*  
*ANCE, 19 luglio 2012*

- Parte 1** *Executive summary*
- Parte 2** **Panorama del mercato europeo dei capitali**
- Parte 3** **Aggiornamenti sulle operazioni aventi ad oggetto infrastrutture**
- Parte 4** **Sviluppi nel mercato europeo dei finanziamenti alle infrastrutture**
- Parte 5** **Progetti aventi ad oggetto infrastrutture – Investitori europei**
- Parte 6** **Finanziamenti alle infrastrutture in Europa – Applicazione dell'esperienza europea in Italia**



EVERYTHING MATTERS

Parte 1  
*Executive summary*

## Alcune riflessioni su:

### (i) sviluppi recenti del mercato dei finanziamenti alle infrastrutture; e

### (ii) come si attraggono capitali privati per il finanziamento di progetti infrastrutturali

- Nonostante la prolungata crisi che ha interessato il mercato dei capitali, il settore delle infrastrutture in Europa ha continuato a destare **interesse** tra gli investitori di debito e capitale
- Le continue sfide legate alla regolamentazione e ai limiti di provvista affrontate dalle banche europee hanno portato alcune **trasformazioni** nel panorama dei finanziamenti alle infrastrutture
- Tali cambiamenti comprendono tra l'altro il passaggio da mercati finanziati in misura predominante dalle banche a **forme alternative di rifinanziamento**
- **L'Italia ha un considerevole fabbisogno di investimenti infrastrutturali** che non può essere finanziato facendo leva soltanto sul debito pubblico
- Evidenzieremo qui di seguito alcuni aspetti chiave dell'esperienza europea nel finanziamento di progetti infrastrutturali a diversi livelli:
  - **Nuovi progetti:** Soggetti pubblici supportano il progetto durante la fase di costruzione dopo la quale un sistema ben strutturato di concessione consente la cessione del rifinanziamento del progetto a/da parte di altri diversi investitori
  - **Upgrade di infrastrutture esistenti:** rischi derivanti del progetto risultano maggiormente definiti rispetto ad un progetto in start-up, ciò facilita il finanziamento garantito dal vincolo sugli utili di progetto
  - **Asset facenti parte del mercato regolamentato maturo:** cessione degli asset delle *utility* ove vi sia un regime regolamentato e solido, in grado di attrarre gli investitori di ricerca delle *revenues* regolamentate

# Parte 2

## Panorama del mercato europeo dei capitali

# Parte 3

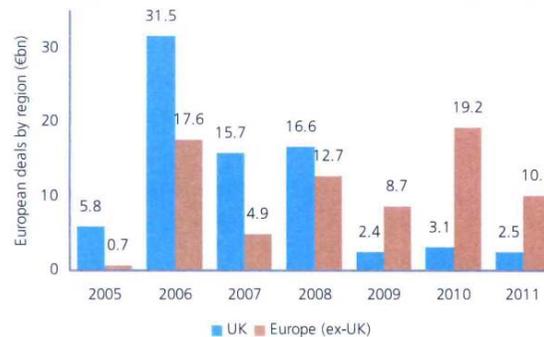
## Aggiornamenti sulle operazioni aventi ad oggetto infrastrutture

# Andamento delle operazioni in Europa

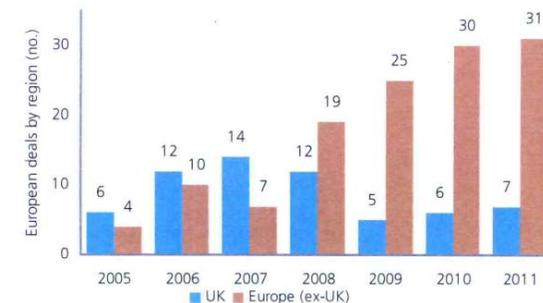
## In Europa:

- il Regno Unito è stato storicamente il più grande mercato per gli investimenti nel settore delle infrastrutture
- l'Europa continentale ha visto un forte e crescente andamento delle operazioni

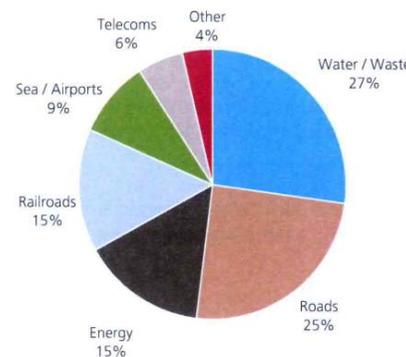
European infra fund investments (€bn)



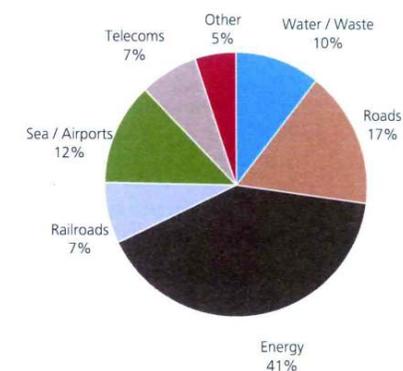
European infra fund investments (no.)



European infra fund deals by sector (€bn) 2005-2011



European infra fund deals by sector (no.) 2005-2011



In Italia, la creazione di nuovi fondi dedicati alle infrastrutture quali Fondo Strategico Italiano ed F2i hanno contribuito ad accrescere il settore

Source: Preqin

Notes:

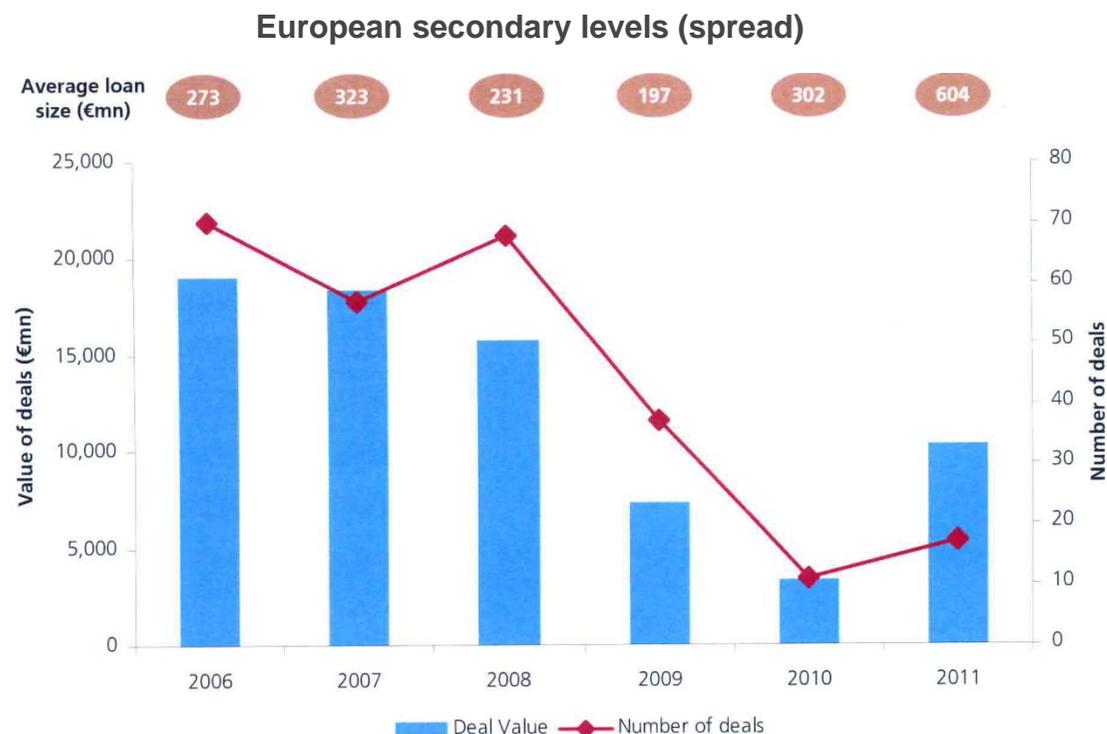
1. Investments by unlisted fund investments of above US\$50 million
2. Excludes social infrastructure

# Andamento delle operazioni in Europa

L'interesse degli investitori per i *project bond* legati al settore delle infrastrutture è elevato nonostante la forte volatilità del mercato

In un contesto di decrescita dei finanziamenti bancari in Europa, **si è rilevato un recente incremento** dei finanziamenti bancari nel settore delle infrastrutture

Nonostante il 2011 sia stato caratterizzato da finanziamenti a breve termine di grandi *assets* legati all'*acquisition finance*



Source: Dealogic

- **Le banche sono più riluttanti a fornire finanziamenti a lungo termine** per progetti nuovi in start-up, rifinanziamenti post costruzione di durata inferiore
- I **finanziatori principali nel** mercato delle infrastrutture europeo sono **giapponesi, australiani e canadesi**
- Il **costo dei finanziamenti bancari resta a livelli storicamente alti** a causa degli elevati costi finanziari

# Andamento delle operazioni in Europa



## L'interesse degli investitori per i *project bond* legati al settore delle infrastrutture è elevato nonostante la forte volatilità del mercato

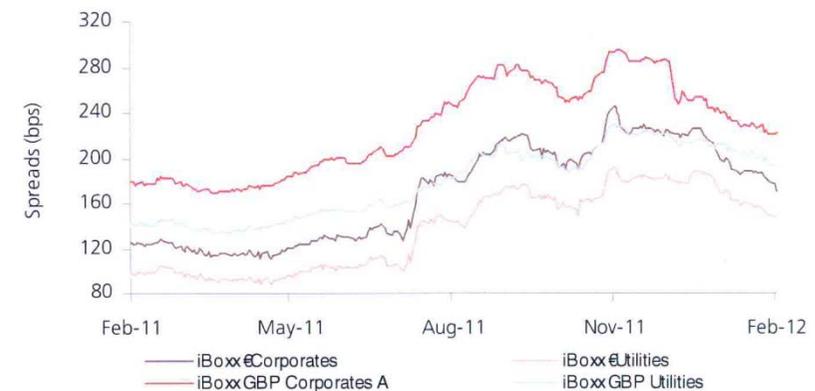
- 2012 has seen a promising start to the primary markets with ~€10bn of paper issued to date (avg €720mn) vs. a total issuance in 2011 of €13.8bn

### Notable recent transactions

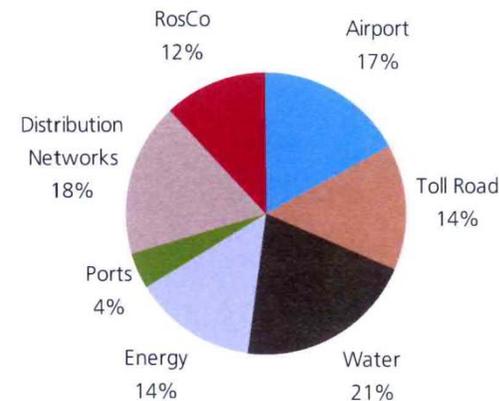
Issue Date	Issuer	Curr	Size (m)	Cpn (%)	Mat	Rating (M/S&P/F)	Spread (bps)	Benchmark
14-Feb-12	BAA Funding	GBP	600	7.125	2024	NR/BBB/BBB-	462.5	UKT 5 25
21-Jan-12	Thames Water	USD	600	3.87, 4.02, 4.22	2022, 2024, 2027	A3/A-/	185,200,20	UST
21-Jan-12	Thames Water	USD	150	4.690	2019	Baa3/BBB-/	325	UST
13-Jan-12	Gatwick Funding	GBP	300	5.750	2037	NR/NR/BBB+	295	UKT 4.25 36
12-Jan-12	APRR	EUR	500	5.125	2018	NR/Baa3/BBB	415	DBR 4 18
12-Jan-12	Northumbrian Water Fin	GBP	360	5.125	2042	NR/Baa1/NR	203	UKT 4.25 42
12-Jan-12	Wessex Water Servs Fin	GBP	200	4.000	2021	BBB+/A3/A-	203	UKT 3.75 21
11-Jan-12	BAA	CHF	400	2.500	2017	NR/NR/A-	200	MS
10-Jan-12	Network Rail Infra Fin	USD	1,500	0.875	2015	NR/Aaa/AAA	59.8	UKT 0.25 15
03-Jan-12	Network Rail Infra Fin	GBP	1,500	1.250	2015	NR/Aaa/AAA	63	UKT 4.75 15
08-Jan-12	Dong Energy A/S	GBP	750	1.250	2032	A-/Baa1/A-	205	UKT 4.25 32
08-Jan-12	Electricite De France	EUR	2,000	1.250	2022	NR/Aa3/AA-	205	UKT 4.25 32
06-Dec-11	ABP Finance	GBP	500	6.250	2026	Baa2-/BBB	370	UKT 5 25
23-Nov-11	Eastern Power Netw	GBP	250	4.750	2021	Baa1/BBB+/BBB+	225	UKT 3.75 21
16-Nov-11	APRR	EUR	500	4.375	2016	Baa3/BBB-/	372.3	DBR 3.5 2016
15-Nov-11	Anglian Water	USD	410	5.180	2021	Baa3/BBB/BBB+	-	UST
14-Nov-11	Yorkshire Water	USD	520	3.175-5.07	2018-2041	A3/A-/A to Baa3/BBB/BBB+	175-300	UST
28-Oct-11	Wales & West Fin Plc	GBP	250	4.625	2023	-A-/A-	200	UKT 4 22
28-Oct-11	Wales & West Fin Plc	GBP	150	5.000	2028	-A-/A-	195	UKT 6 28
17-Oct-11	Electricite De France	GBP	1,250	5.500	2041	AA-/Aa3/A+	220	UKT 4.75 38
30-Sep-09	SSE PLC	GBP	500	5.000	2018	A-/A3/A-	203	UKT 4.25 42
28-Sep-11	Southern Gas Network	GBP	300	4.875	2023	Baa1/BBB/BBB+	232	UKT 4 22
27-Sep-11	Eastern Power Netw	GBP	300	4.750	2021	Baa1/BBB+/BBB+	225	UKT 3.75 21
14-Jul-11	Dwr Cymru	GBP	120	1.859	2048	A3/AA	140	UKT IL 0.75 47
11-Jul-11	Thames Water	EUR	113	2.300	2022	A3/A-/A-	-	Euro Inflation
22-Jun-11	BAA	USD	1,000	4.875	2023	-/-/A-	200	T 3.125 21
10-Jun-11	London Power Netw	GBP	250	5.125	2023	Baa1/BBB+/BBB+	168	UKT 4 22
10-Jun-11	SE Power Networks	GBP	200	5.625	2030	Baa1/BBB+/BBB+	160	UKT 4.75 30
09-Jun-11	Porterbrook Rail	GBP	250	5.500	2019	-/BBB-/	258	UKT 4.5 19
26-May-11	Njord Gas Infrastr	NOK	3,800	6.153, 4.30, 5.24, 5.10	2027	-/A-/	170, 175, 200	MS

Sources: UBS Delta, Bloomberg as of 29<sup>th</sup> Feb 2012

### European secondary levels (spreads)



### European infrastructure bond issuance breakdown (2011=€13.8bn)<sup>(1)</sup>



Notes:

- Issuances converted to Euro

# Parte 4

## Sviluppi nel mercato europeo dei finanziamenti alle infrastrutture

Le continue sfide dei finanziamenti affrontate dalle banche hanno portato a **cambiamenti** nel panorama dei finanziamenti alle infrastrutture

La contrazione del mercato dei finanziamenti bancari ha aperto la strada alla nascita di **nuovi mercati alternativi di finanziamento** quali i **bonds** relativi alle infrastrutture

## Cambiamenti

1. La **riduzione della leva** finanziaria da parte delle banche dopo la crisi dovuta a:
  - Modifiche normative
  - Accumulo di posizioni debitorie in sofferenza
  - Preferenza alla riduzione dell'attività ponderate a rischio (RWA) rispetto ad un aumento del capitale di rischio
2. Drastica riduzione delle **monolines**
3. **Costi più elevati** e minor interesse per i prestiti interbancari
4. Ridotta presenza di **banche straniere** che preferiscono operare sui mercati locali
5. La normativa di investimenti da parte delle banche minori causa difficoltà nei processi di sindacazione dei finanziamenti
6. **Scarso underwriting**, la maggior parte dei partecipanti sono "club take" e "hold deals"

## Implicazioni

- Minore attività da parte delle banche con parametri di finanziamento più restrittivi
  - I nuovi finanziamenti bancari hanno una **durata minore** rispetto al passato
  - le **strutture infrastrutturali "no core"** sono più difficili da finanziare
- **Aumento delle emissioni dei bond** per il finanziamento di progetti infrastrutturali "core"
  - necessità di attuare strutture più semplici e chiare per affermarsi sul mercato dei capitali
  - investitori che tradizionalmente investivano nel debito pubblico sono ora incoraggiati ad **investire nel settore infrastrutturale per ottenere maggiori ricavi**
  - il debito derivante dall'emissione di **bond** può raggiungere **durate superiori**
- fondi messi a disposizione da parte degli stati o da parte di agenzie internazionali hanno supportato gli investimenti in caso di insufficiente disponibilità da parte del mercato

# Dati relativi al passaggio da finanziamenti bancari a emissioni di *bonds*



**A partire dalla crisi del credito, c'è stato una crescente tendenza a convertire i prestiti alle infrastrutture in *bonds***

## European infrastructure bridge term loan to bond issuance since the onset of the credit crisis

Transaction	Closing Date	Drawn Term Facilities (mn)	Sponsors	Time to most recent refinancing	% refinanced
Associated British Ports	Nov-11	£1,400	Borealis, GIC, GSIP, Infracapital (M&G)	1 month	59% (bridge) 36% (term loan)
Eversholt (HSBC Rail)	Oct-10	£1,507	3i Infra/MSIP, Star Capital	2 months (bridge) 5 months (term loan)	100% (bridge) 73% (term loan)
UK Power Networks	Jul-10	£450	CKI	11 months	100%
Eurogrid	Mar-10	€350	IFM, Elia	7 months	100%
Central Networks	Mar-10	£2,100	PPL	14 months	67%
Gatwick Airport	Dec-09	£700	GIP, ADIA, NPS, CalPERs and Future fund of Australia	15 months	86%
Porterbrook Rail	Oct-08	£1,435	Antin Infrastructure	18 months (term loan) 30 months (term loan)	100% (term loan A) 71% (term loan)
BAA	Aug-08	£4,400	Ferrovial, GIC	16 months (term loan) 35 months (term loan)	28% (term loan A) 77% (term loan)
Angel Trains	Jun-08	£1,936	AMP Capital Investors, Access Capital Partners, Deutsche Bank, Farm Plan, Queensland Industry, Development Corp - QIDC	25 months (term loan) 34 months (term loan)	100% (term loan A) 100% (term loan)
Yorkshire Water	May-08	£789	Citi Infra., GIC, Infra Partners, HSBC	15 months (OpCo) 24 Month (HoldCo)	100% (OpCo) 70 % (HoldCo)
Electricity North West	Dec-07	£465	Colonial First State, JP Morgan Infra	20 months	100%

Source: Dealogic, Infrastructure journal

Parte 5  
Progetti aventi ad oggetto  
infrastrutture – Investitori  
europei

Nel corso del 1° e 2° trimestre 2012, alcune banche internazionali hanno svolto una serie di incontri con investitori istituzionali (compagnie assicurative e fondi pensione) per sondare il loro interesse nel settore delle infrastrutture

**Nonostante l'incertezza generale causata dalla crisi, il riscontro è stato abbastanza positivo**

**L'esperienza nel Regno Unito nel settore degli investimenti alle infrastrutture è maggiore che in Europa continentale ma ultimamente le cose stanno migliorando**

**Le compagnie assicurative americane hanno investito in Europa ma richiedono un *rating* molto elevato e una denominazione USD**

## Investitori nel Regno Unito

- L'esperienza degli Investitori nel Regno Unito è la più sviluppata nel mercato del debito a lungo termine nel settore delle infrastrutture, sia per volume che per varietà di operazioni
- La domanda **di debito legata alle infrastrutture è dominata da cinque grandi compagnie** assicurative inglesi: Aviva, Legal & General, M&G Prudential, Scottish Widows e Standard Life. La preferenza è accordata a investimenti:
  - *rating securities* > BBB, *fixed/index* legati a flussi di lungo termine (considerato l'impatto di "Solvency II")
  - investimenti diretti
  - finanziamenti in sterline ma si prendono in considerazione investimenti in Euro con un adeguato *cashflow*
  - investimenti in società private con altri finanziatori

## Investitori nell'Europa continentale

- L'esperienza nell'Europa continentale è meno sviluppata ma si assiste ad un progressivo **aumento di interesse verso il settore delle infrastrutture**
  - il livello di competenza nel settore e il tipo di strutturazione del debito varia notevolmente da investitore a investitore
- E' stato rilevato da una "Major Bank" esservi un particolare interesse da parte di Allianz, Helaba, CNP, Unica, Munich Re, PGGM e La Mondiale
  - I fondi pensionistici in Germania, come BVK, hanno cominciato a mostrare interesse come avvenuto in Olanda con APG
- Ecco i principali requisiti richiesti:
  - interesse per le grandi infrastrutture, anche con rischio costruzione se ben strutturato
  - preferenza per scadenze a lungo termine (>10 anni), livelli di investimento pari a 100mm, euro ma anche US\$
  - livello di *rating* dell'investimento (il livello di *rating* della banca è ok ma con qualche coinvestimento)
  - il tasso fisso richiede una protezione ai fini dell'*Asset Liability Management* (ALM)
  - preferenza per le seguenti categorie di *assets*: autostrade, ferrovie, rinnovabili, *transmission lines*, *pipelines*,
  - sono apprezzate le agevolazioni fiscali così come qualsiasi flessibilità per poter usare tali investimenti ai fini delle riserve delle assicurazioni

# Investitori nel debito su operazioni infrastrutturali – lista non esaustiva



## Lista di potenziali investitori nel debito a lungo termine in operazioni infrastrutturali

Investor	Account type	Format	Potential clip size (£m)	Regional focus	Max/Min term
[Brand Peak]	Irish Family Office	TBD	100	US	25/10
[Lucinda]	IPA	Any	50	US	30/15
Metlife	IPA	Any	50	US	30/15
PIC – Premium Insurance Corporate	IPA	Any	50	US	30/15
Aegon	Life Insurance	Linker	100	Europe	30/15
Aviva	Life Insurance	IL/Conv Bonds or Loans (tougher under Solv 2)	100	Europe & US	30/15
AXA UE/FP Resolution	Life Insurance	Bonds	100	Europe	30/15
Canada Life	Life Insurance	Bonds	50	US	30/15
Co-op	Life Insurance	Bonds	50	US	30/15
Ignis	Life Insurance	IL/Conv Bonds or Loans (tougher under Solv 2)	50	US	30/15
Legal & General	Life Insurance	IL/Conv Bonds or Loans (tougher under Solv 2)	100	Europe & US	30/15
M&G Prudential	Life Insurance	Bonds	100	Europe	30/15
Royal London	Life Insurance	IL/Conv Bonds or Loans (tougher under Solv 2)	100	Europe	30/15
Scottish Widows	Life Insurance	IL/Conv Bonds or Loans (tougher under Solv 2)	100	Europe	30/15
Standard Life	Life Insurance	Any, but need ratings	50	Europe	30/15
[Aerion]	Pension	Any, but need ratings	100	US	30/15
IAE Pension Fund	Pension	Any, but need ratings	50	US	30/15
Barclays PF	Pension	Any, but need ratings	50	Europe	30/15
Blackrock	Asset Manager	Any, but need ratings	na	Europe	30/15
Allianz	Life Insurance	Any, but need ratings	100	Europe	30/15
APG	Pension	Any, but need ratings	100	Europe	30/15
MEAG	Asset Manager	Any, but need ratings	100	Europe	30/15
Electricity Supply Pension Scheme	Pension	Any, but need ratings	100	Europe	30/15
Greater Manchester PF	Pension	Any, but need ratings	100	Europe	30/15
Insight	Pension	Bonds	50	US	30/15
Railways Pension Scheme	Pension	Any, but need ratings	50	Europe	30/15
Royal Mail	Pension	Any, but need ratings	50	Europe	30/15

# Investitori *equity* in progetti Infrastrutturali

**Investitori in capitale di rischio su progetti infrastrutturali (finanziari e non) che operano di norma mediante consorzi di acquisizione che arrivano a coprire fino al 40-60% del prezzo per accrescere il ritorno.**

Tipo	Logo	Descrizione	Taglia dell'investimento . Considerazioni chiave	(US\$bn)	Minoranza/ maggioranza
Investitori specializzati in infrastrutture		<ul style="list-style-type: none"> <li>Investitori istituzionali che allocano direttamente in investimenti infrastrutturali</li> <li>Tipicamente i fondi pensione effettuano investimenti a lungo termine</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Di norma investono su progetti a basso rischio IRRs</li> <li>Spesso più conti nel finanziamento</li> <li>Orizzonte temporale dell'investimento molto lungo</li> <li>Rendimento Risk adjusted</li> <li><b>Diretti ad aumentare il valore del progetto</b></li> </ul>	[c.1.0]	Maggioranza o minoranza
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Fondi gestiti chiusi sono partecipati con quote minori da grandi investitori istituzionali e dai <i>Sovereign Wealth fund</i> (SWF)</li> <li>Gli sponsor sono per lo più banche o <i>asset managers</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>operativamente e finanziariamente</li> <li>Aumenta la prospettiva verso investimenti con rischi maggiori e situazioni complesse</li> </ul>	<1.0	Maggioranza o minoranza
Sovereign wealth funds		<ul style="list-style-type: none"> <li>Fondi di Stato</li> <li>Investimenti flessibili effettuati su diverse tipologie di <i>assets</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Generalmente disposti ad investimenti privati di minoranza</li> <li>Effettuano partnership con investitori strategici</li> <li>Possibili differenze culturali</li> <li>Ampio Range di criteri di investimento</li> </ul>	>1.0	Minoranza
Developer quasi strategici e concessionari		<ul style="list-style-type: none"> <li>Società che investono nel settore infrastrutturale</li> <li>Talune sono società di costruzione con un portafoglio di concessioni</li> <li>Capacità operativa maggiore rispetto agli investitori istituzionali</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Investitori con una profonda conoscenza del settore</li> <li>Investitori di lungo termine con criteri di rendimento ragionevoli</li> <li>Il controllo della governance costituisce spesso un problema</li> </ul>	[c.1.0]	Maggioranza o minoranza
Private equity		<ul style="list-style-type: none"> <li>Managed closed-end funds</li> <li>Flexibility to invest across diverse sectors</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tipicamente hanno un orizzonte temporale di investimento minore (3-5 anni)</li> <li>Richiedono un IRF maggiore (20%+)</li> <li>Cercano opportunità di investimento con maggiori possibilità di evitare i rischi</li> </ul>	[c.1.0]	Maggioranza o minoranza ma preferenza per una posizione di controllo

# Recenti operazioni di M&A nel settore delle infrastrutture



I principali progetti europei infrastrutturali sono stati recentemente acquistati da fondi pensione, compagnie assicurative e fondi infrastrutturali

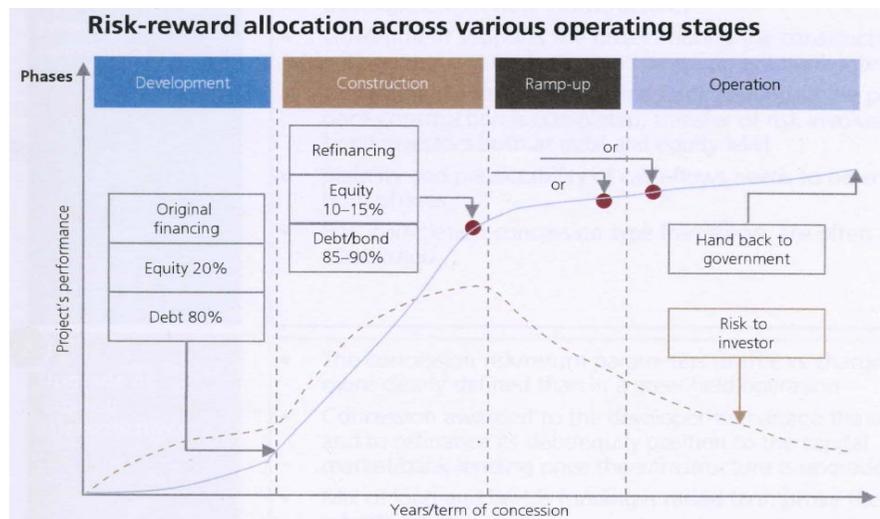
Selected European infrastructure deals in the last 24 months (deal value > than €100 mil)

Company/asset	Asset class	Country	Seller	Acquirer	Value (€m)	Completion date	Acquisition financing type
Vattenfall Finland	Electricity distribution	Finland	Vattenfall SA	3i, GSIP, Ilmarinen	1,540	Dec-11	Bridge to bond
Northumbrian Water	Water	UK	Public, OTPP	CKI/Li Ka-Shing	2,970	Oct-11	Bridge to bond
Bristol Water	Water	UK	Agbar	Capstone	160	Oct-11	Bridge to bond
Vattenfall Poland	Power	Poland	Vattenfall SA	Tauron	1,240	Aug-11	Bank financing
Ansaldo Energia	Power	Italy	AEN	First Reserve, Finmeccanica	1,200	Jun-11	Bank financing
Forth Ports	Transport	UK	Forth Ports	Arcus	1,170	Jun-11	[Bank financing]
Alticom	Telecom Network	Netherlands	TdF	Infracapital	100	Jun-11	Bank financing
Befesa Agua SAU	Water	Spain	Befesa SA	Abengoa Group	160	Mar-11	Corporate balance sheet
MSI Madrid Gas Points	Gas distribution	Spain	Gas Natural Fenosa	Morgan Stanley Infrastructure Partners	410	Mar-11	[Bank financing]
GDF Suez German Gas Storage	Gas storage	Germany	Shell, Exxon Mobil	GDF Suez	1,060	Feb-11	Corporate balance sheet
Notre-Dames-des-Landes Airport PPP	Airports	France	French Government	Vinci	330	Jan-11	Corporate balance sheet
Northumbrian Water	Water	UK	Public, OTPP	CKI/Li Ka-Shing	2,970	Oct-11	Bridge to bond
HSBC Rail	Rail	UK	HSBC	3i infrastructure, MSIP, Star Capital Partners	2,470	Nov-10	Bridge to bond
High Speed 1	Rail	UK	UK Government	OTPP and Borealis Infrastructure	2,470	Nov-10	Bridge to bond
Dragados SPL	Ports	Spain	ACS	JPM Asset Management-led consortium	720	Oct-10	[Bank financing]
Abertis (25.8%)	Roads/infrastructure	Spain	ACS	CVC	1,700	Aug-10	Bank financing
EDF UK distribution	Electricity distribution	UK	EDF	CKI/Li Ka-Shing	7,000	Aug-10	Corporate balance sheet
Peel Airports	Airports	UK	Peel Holdings plc	Vancouver Airport Services	n.d.	Jul-10	[Bank financing]
Gassled (9.4%)	Pipeline and storage	Norway	ExxonMobil	UBS International Infrastructure Fund, CDC	n.d.	Jun-10	Bond financing
50 Hertz	Power distribution	Germany	Vattenfall	IFM/Elia	946	Apr-10	Bridge to bond
GN Madrid distribution assets	Gas distribution	Spain	Gas Natural	Morgan Stanley, Galp Energia SGPS	800	Mar-10	Bank financing
Pisto SAS (33.3%)	Pipeline and storage	France	Lombard Odier Macquarie Fund	Antin Infrastructure Partners	n.d.	Dec-09	Bank financing
Gatwick Airport	Airports	UK	BAA	Global Infrastructure Partners	1,661	Dec-09	Bridge to bond
Bristol Int'l Airport (35.5%)	Airports	UK	Macquarie Airports	OTPP	149	Dec-09	Bank financing
Cintra (33.12%)	Roads	Spain	Cintra	Grupo Ferrovial SA	1,177	Dec-09	Corporate balance sheet
Swedgas	Gas transmission	Sweden	E.ON, Statoil, DONG, Fortum	EQT Infrastructure Fund	n.d.	Dec-09	Bank financing

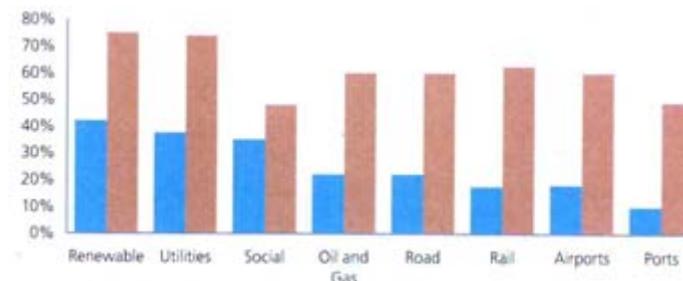
Source: Dealogic, M&A Analytic, Infrastructure Journal, Company Information

Parte 6  
Finanziamenti alle  
infrastrutture in Europa  
Applicazione dell'esperienza  
europea in Italia

# Allocazione del rischio e appetibilità dei progetti infrastrutturali



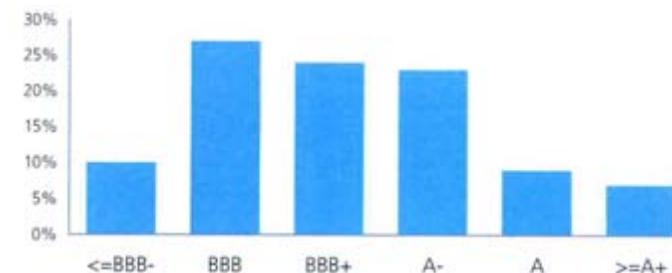
Interesse degli investitori per tipo di infrastruttura (orizzonte temporale dell'investimento)



\*Settore di interesse per gli investitori a 18 mesi\*\*settore di interesse per investitori a 5 anni

Source: Outlook for infrastructure 2011: getting Europe back on track

Rating richiesto per interventi in progetti infrastrutturali



Source: Outlook for infrastructure 2011: getting Europe back on track

- In Europa sono state utilizzate diverse tecniche per rendere le caratteristiche finanziarie dei progetti infrastrutturali maggiormente appetibili per il mercato di capitali.
- **L'allocazione dei rischi fra le diverse forme di debito e equity, deve riflettere il profilo di rischio del progetto che non è lineare nel corso della vita del progetto stesso. Dopo la costruzione, il rischio decresce e l'equity può essere ridotta,** il progetto può essere rifinanziato aumentando il debito ad un costo ridotto.
- **La possibilità di cedere e rifinanziare il progetto quando il rischio si riduce crea un mercato secondario per gli asset infrastrutturali che attrae ulteriori e diversi investitori.**
  - Questa flessibilità è stata sviluppata principalmente in Inghilterra consentendo alle compagnie assicurative, ai fondi pensione e di private equity, la partecipazione alla seconda fase (quando il cash flows è maggiormente prevedibile e stabile).
  - Allo stesso tempo il governo e gli investitori impegnati nella prima fase possono riallocare prima il capitale su nuovi progetti.

# Progetti infrastrutturali - Esperienze di successo in Europa



## Tre approcci chiave per il finanziamento di progetti infrastrutturali mediante capitali privati

	Descrizione	Precedenti
Progetti Nuovi	<ul style="list-style-type: none"><li>• Sviluppo di nuove infrastrutture</li><li>• Il <b>governo supporta i progetti</b> durante la fase di costruzione con capitale e/o misure di supporto con l'intervento delle banche</li><li>• <b>L'exit strategy del governo viene definita all'inizio:</b> una volta completata la costruzione, il rischio, sia a livello del debito che <i>dell'equity</i>, viene trasferito mediante il coinvolgimento degli investitori in <i>bond</i></li><li>• La prevedibilità e la <b>costanza dei flussi</b> di cassa deve essere assicurata in entrambe le fasi</li><li>• Sono spesso stabiliti degli <b>scemi di concessione</b> da attuarsi dopo la fase di costruzione</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• La ristrutturazione della London Continental Railway Group ("LCR") che ha permesso la rimozione della garanzia dello Stato sul debito e la privatizzazione della linea ad alta velocità High Speed 1 ("HS1")</li><li>• Inizialmente finanziata dal governo britannico e da finanziamenti da parte della BEI e KfW</li><li>• Dopo la costruzione è stata stipulata una concessione per assicurare il <i>cash flows</i> della HS1</li><li>• In qualità di <i>advisor</i> finanziario del governo, una <i>Major Bank Svizzera</i> ha finanziato il governo e la valutazione del <i>rating</i> ciò ha consentito l'acquisizione dei finanziamenti bancari per HS1, successivamente ceduti ad un consorzio di PF per 2.1 miliardi di sterline</li><li>• HS1 sta attualmente strutturando un <i>bond</i> per finanziare il <i>takeout</i></li></ul>

# Progetti infrastrutturali - Esperienze di successo in Europa



## Tre approcci chiave per il finanziamento di progetti infrastrutturali mediante capitali privati

	Descrizione	Precedenti
<p><b>Upgrade di progetti esistenti</b></p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• I rischi derivanti dalle valutazioni dei ritorni dei flussi di cassa sono attenuati rispetto a progetti nuovi</li><li>• Concessioni attribuite al <i>developer</i> per consentire <b>l'upgrading e il rifinanziamento</b> del proprio <i>debito/equity</i> nel mercato finanziario una volta ottenuto <i>l'upgrading</i> dell'infrastruttura</li><li>• Un <b>Mix di capitali</b> derivanti da finanziamenti e <i>bond</i> consente la rapida/spedita realizzazione dell'infrastruttura</li><li>• Il <b>governo supporta questa fase con adeguate garanzie</b></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Programma per il reperimento della provvista iniziale TAV e Ispa</li><li>• Monetizzazione del canone di disponibilità pagato dall'operatore ferroviario pubblico</li><li>• Ha consentito il finanziamento di nuove costruzioni ed il rifinanziamento del debito esistente</li></ul>

# Progetti infrastrutturali - Esperienze di successo in Europa



## Tre approcci chiave per il finanziamento di progetti infrastrutturali mediante capitali privati

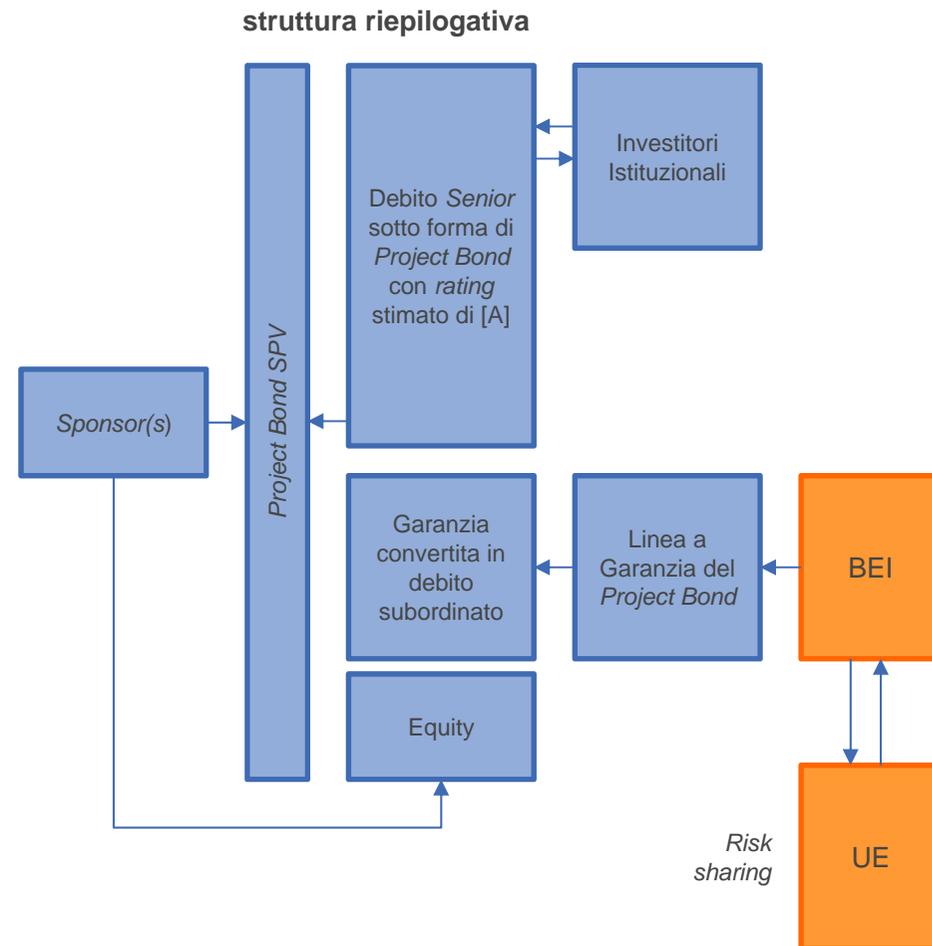
	Descrizione	Precedenti
<p>Disposizioni per i <i>Regulated Assets</i></p>	<ul style="list-style-type: none"><li>• <b>Privatizzazione delle utility regolamentate</b> con un <i>track record</i> ben stabilito.</li><li>• Tipicamente occorre un'attività regolamentata ben strutturata per consentire alla società privata di raggiungere un buon <i>rating</i> di investimenti.</li><li>• <u>I capitali di rischio possono essere reperiti sul mercato azionario</u> con la <b>quotazione</b> o con l'intervento di fondi infrastrutturali che ricercano un investimento sul lungo periodo con un <i>cash flow</i> stabile</li><li>• Questa è la strada preferenziale per modificare gli attuali monopoli detenuti dagli stati.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Le <i>utilities</i> delle attività regolamentate negli UK (acqua, gas, distribuzione dell'energia).</li><li>• Molte società del servizio idrico britannico sono state privatizzate con successo mediante una combinazione di fondi dedicati ad investimenti infrastrutturali, investitori privati e investitori strategici, grazie al sistema di regolamentazione che stabilisce la remunerazione del capitale.</li><li>• Grande efficienza nel reperimento del debito sul mercato finanziario poiché il sistema regolamentare richiede alla società che opera il servizio un minimo grado di investimenti.</li><li>• In caso di default dell'operatore, gli <i>assets</i> sono protetti dall'autorità regolamentare che effettua lo <i>step-in</i> come operatore assicurando così il servizio al pubblico.</li></ul>

# Una nuova struttura di finanziamento: l'iniziativa UE/BEI

## La BEI garantisce per i progetti infrastrutturali europei

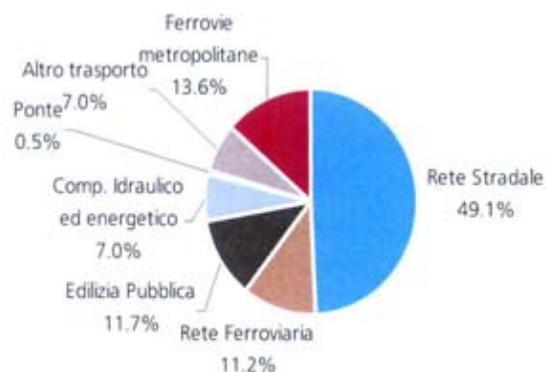
L'UE propone un nuovo strumento finanziario attraverso la BEI per supportare l'importante esigenza finanziaria dei progetti infrastrutturali

- La BEI si propone di **garantire i nuovi progetti infrastrutturali europei** al fine di migliorare il *rating* degli strumenti finanziari emessi dalla "Project Bond SPV"
- L'UE ha predisposto un **programma pilota con 230 milioni di Euro** per un periodo di 1 anno a partire dal 2012 da destinare ai finanziamenti di opere infrastrutturali nel campo dei trasporti, dell'energia e delle TIC/ reti a banda larga al fine aumentare il *rating* e stimolare l'emissione di *bond* da parte delle società veicolo
- L'UE si aspetta che lo stanziamento dei 230 milioni di Euro avrà un **effetto moltiplicatore**, almeno per tre, cosicché la BEI potrebbe essere in grado di prestare circa 700 milioni di Euro. In ogni caso, poiché il finanziamento può coprire fino al 20% del debito, si spera che altri investitori finanziari stanziino fino a 4.6 miliardi di Euro
- Il finanziamento è diretto ai nuovi progetti** con il fine di aumentarne il *rating* fino ad A o AA, cosicché gli stessi possano essere allocati su investitori istituzionali, quali fondi pensione o assicurazioni
- La Commissione Europea ha presentato un **piano di investimento pari a 50 miliardi di Euro destinato a migliorare le reti europee** di trasporti, (TEN-T), energia (TEN) e digitali (TIC), il c.d. meccanismo per collegare l'Europa (Connecting Europe Facility - CEF) che finanzia (fra il 2014 e il 2020) le reti in questione



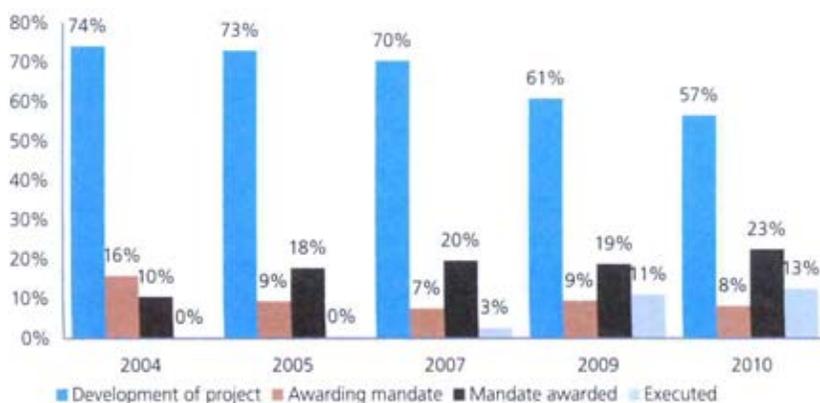
**Il governo italiano considera prioritario attuare una politica volta allo sviluppo infrastrutturale promuovendo nuovi strumenti finanziari ed un quadro regolamentare più rigoroso**

## Tipi di progetti infrastrutturali in Italia



Source: "2011 Uniontrasporti, Rapporto sullo Stato delle Infrastrutture in Italia"

## Stato attuale dei progetti infrastrutturali



Source: "2011 Uniontrasporti, Rapporto sullo Stato delle Infrastrutture in Italia"

## Sviluppi chiave

- La Legge 443/01 (**c.d. Legge Obiettivo**) e successive modifiche, prevede investimenti infrastrutturali per circa **231 miliardi di Euro**, di cui circa il 36% destinati a progetti da attuarsi nel centro e sud Italia
- I progetti riguardano infrastrutture stradali (49,1%), infrastrutture ferroviarie (10,7%) e progetti immobiliari (13,6%)
- Recentemente (20/10/2011), la Commissione Europea ha approvato il supporto mediante la BEI di progetti riguardanti i) i trasporti; ii) le telecomunicazioni e iii) energia, per circa 50 miliardi di Euro; inoltre **l'UE propone l'introduzione dei "project bond"**
- Tale strumento in Italia potrebbe essere utilizzato applicando la Legge 130/1999 (**Legge sulle Cartolarizzazioni**) vincolando i) gli asset esistenti (ad esempio immobili dello sponsor) o ii) uno "specifico patrimonio separato" comprendente gli utili rinvenienti dal progetto (ad esempio il "Progetto Andromeda" - impianto fotovoltaico dove si aveva una garanzia SACE e la partecipazione di BEI alla sottoscrizione)
- Il **focus** ancora resta su:
  - Infrastrutture autostradali** con la costruzione di soli 151 Km in Italia dal 2000 (436 dal 1990)
  - Sviluppo delle **infrastrutture ferroviarie** con un limite di utilizzo commerciali a causa della concorrenza del trasporto su gomma e delle criticità nella logistica
  - Nonostante il fatto che l'Italia abbia una delle coste più lunghe d'Europa, **il volume dei traffici nei porti è in costante diminuzione**, con Genova e Trieste ben lontane dagli *Hubs* del Mediterraneo (Marsiglia, Barcellona, ecc...)
  - Recentemente il governo ha emanato un DL contenente delle misure volte a favorire l'emissione di project bond da parte di società veicolo (art. 41) e delle autorità locali (art. 54), mediante l'utilizzo di diverse forme di garanzia, incluse quelle immobiliari.**

## I *Project Bond* così come proposti dal Governo:

- Non gravano sul **debito pubblico**
- Le obbligazioni ed i titoli di debito possono essere **garantiti dal sistema finanziario, dai privati, da fondazioni**
- **L'emissione** non è del settore pubblico ma sella **SPV** concessionaria
- Totale **allineamento di interessi** tra *banche/financial institutions* e concessionario (i creditori sono i *bondholders*)
- Danno accesso ad una **platea di investitori** non raggiungibili attraverso il PFI
- Determinano un rapporto di **sinergia tra costruttore e banca**: la banca non è più soggetto erogatore ma consulente dell'impresa, per le *majors* infrastrutturali l'operazione è replicabile anche fuori dal mercato domestico
- ***Il project bond può essere considerato un'utile fattispecie finanziaria che rappresenta, se non l'unica, una delle poche opportunità che le banche prenderanno in considerazione per finanziare le infrastrutture in Italia***

- Rafforzamento sistema **Garanzie** per i *greenfield projects*
- Maggiore appeal per le operazioni di **rifinanziamento**
- Target **grandi opere** infrastrutturali
- **Bridge to bond**
- Il **servizio del debito** deve essere garantito per un lasso di tempo lungo
- Devono comunque avere come sottostante **concessioni profitabile e bancabili**
- Mancanza del **rating**
- Non è chiaro cosa si intenda per **"adeguata bancabilità del progetto"**
- Superamento delle **"datate criticità "** del settore infrastrutturale italiano: flussi di cassa, stime dei costi, tempi di rientro, *overdisegn*, vincoli amministrativi, coerenza e compatibilità con le leggi ed i piani territoriali, *nimby*

# Effetti della crisi dei crediti sul mercato del *Project Finance* – Punti chiave



- La sofferenza delle banche dovuta al **costo elevato del *funding*** ha come conseguenza la necessità di trasferire tali costi sui *borrowers*
- Il mercato rimane aperto ad operazioni ben strutturate con ***sponsor forti***
- Le banche gestiscono i propri bilanci con **operazioni più costose ed onerose**
- Sono diminuiti **durata ed importo medio** delle operazioni di finanziamento
- Le banche non concederanno sottoscrizioni stabili e sono propizie a rinunciare alla sindacalizzazione a favore della sicurezza di operazioni in ***clubdeal***
- Le banche hanno **innalzato il *rating*** relativo al merito di credito delle imprese
- Le banche tendono a finanziare progetti nei quali gli ***Sponsor sono già clienti della Banca*** finanziatrice
- Impatto di Basilea 3 sulle attività di *lending*

*Il project bond può essere considerato un'utile fattispecie finanziaria che rappresenta, se non l'unica, **una delle poche opportunità** che le banche prenderanno in considerazione per finanziare le infrastrutture in Italia.*

*radicale mutamento delle condizioni di mercato del lending*

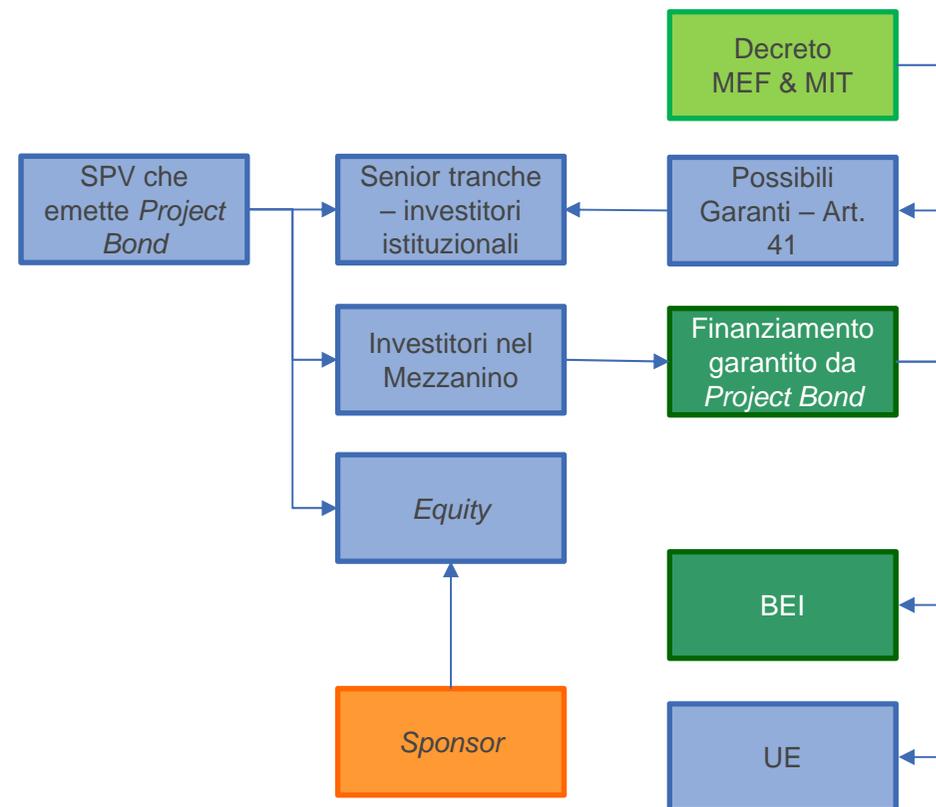
**VS**

*giudizio con riserva della bontà della fattispecie Project Bond*

## Lo schema di garanzie predisposto dal nuovo DL potrebbe essere attuato unitamente allo schema delle iniziative BEI/CE

- L'unione fra le iniziative BEI/CE e i *senior bond* garantiti potrebbero aumentare l'appetibilità per gli investitori poiché **la congiunzione dei due fattori potrebbe essere in grado di migliorare il rating del progetto** e quindi l'appetibilità dello stesso.
- Una "**Project Bond SPV**" (società veicolo appositamente costituita) emette e vende sul mercato di capitali delle obbligazioni infrastrutturali **garante** (*Enhanced Infrastructure Securities*) per finanziare nuovi progetti o per effettuare un *upgrading* di progetti infrastrutturali esistenti.
- La parte senior della "*capital structure*" potrebbe essere migliorata da:
  - **Garanzie junior/sottoscrizione di equity** iniziale da parte degli sponsor di progetto;
  - **mezzanini** garantiti, a loro volta dalla BEI e dal finanziamento *project bond*.
- Il senior "*Enhanced Infrastructure Securities*" avrebbe di per sé solo un rating [A]; inoltre, il *senior bond* beneficerebbe della garanzia di cui all'art. 41

### struttura riepilogativa



## Gli investitori istituzionali (UK, USA, Canada, Giappone) hanno necessità di:

- Accertare il *market value* di un'infrastruttura
- Riferirsi ad un parametro oggettivo (*rating*)
- Avere la certezza del **collocamento totale** dei *bond*
- Utilizzare al meglio le **agevolazioni fiscali**
- Minimizzare il rischio di *changing in law*

È fondamentale dotare le infrastrutture italiane esistenti e costruende di un *rating* per garantire agli investitori istituzionali di ritrovarsi con meccanismi di *best practice* internazionale

- **Timing:**
  - RES (***Rating Evaluation Service***): Selezione agenzia di *rating*, InfoMemo per agenzia di *rating*, presentazione agenzia di *rating*, valutazione agenzia di *rating*, SPV *rating result*. **12 settimane**
  - BIR (***Bond Issuance Rating***): redazione *debt financing presentation*, analisi di credito, *rating* indicativo, *ratings letter issued*. **4 settimane**
- **Costo:** 350/500K
- **Vantaggi:** creazione di un mercato allineato ai parametri internazionali, semplificazione delle modalità di investimento che si basano su parametri oggettivi, certezza per gli investitori istituzionali che l'infrastruttura è stata valutata finanziariamente e monitorata sul piano tecnico e legale, possibilità di costruire prodotti strutturati *tradable*

Al fine di rendere il mercato infrastrutturale italiano coerente con i parametri del mercato UK e dell'Europa continentale, il governo dovrebbe:

- **Costruire un meccanismo di valutazione oggettiva delle infrastrutture**
  - *infrastructure value procedure* (parametri, tempi esecuzione, *overdesign*, assenza *claims*, costi costruzione, piano traffico, flussi di cassa, equilibrio economico finanziario)
  - *rating* (supportare il costo per l'ottenimento del *rating*, convenzione con banche per *due diligence* e *rating procedure*)

- **Favor per le banche che nel triennio 2012/2015 finanziano le infrastrutture ricorrendo alla fattispecie del *project bond***
  - attribuire una sorta di **vantaggio competitivo alle istituzioni finanziarie** che nel triennio 2012/2015 valutino di finanziare le infrastrutture ricorrendo al *project bond*. In termini pratici, promuovere un tavolo con le banche che hanno dimestichezza con i finanziamenti delle infrastrutture e banche internazionali operanti sul mercato UK e dell'Europa continentale assumendo l'impegno con le banche che agevoleranno l'implementazione nel nostro paese dello strumento del *project bond* che - in caso di parziale mancato collocamento dei *bond* presso gli investitori istituzionali da parte della banca *arranger* – il Governo valuterà di acquisire anche per il tramite di banche di sistema (CDP/SACE), le *tranches* di *bond* sottoscritti ma non collocati nella misura massima del [10/15%]
- **Tavolo tecnico Governo/ABI/ANCE**
  - attivare un tavolo tecnico per individuare una sorta di **"incentivo per le banche promotrici"** dei *project bonds*, consistente in un impegno ad aiutare il collocamento dei *bond* presso gli investitori istituzionali per "premiare" il contributo che le banche italiane possono dare allo start up dei *project bond* in Italia

- **Impegno ANCE**

- **impegno delle società di costruzione di agevolare quanto più possibile la procedura di ottenimento del *rating*** delle infrastrutture ciò determinerebbe una maggiore fiducia da parte degli investitori istituzionali che potrebbero utilizzare dei parametri oggettivi di valutazione delle infrastrutture che consentirebbero di investire con maggiore fiducia sulla singola operazione infrastrutturale (*deal by deal*)

- **Tavolo Governo/Compagnie assicurative**

- concordare con le compagnie assicurative la **strutturazione di prodotti assicurativi** idonei a assicurare il mancato parziale collocamento dei *bond* (es., *UK market practice*)

- **Valorizzazione della pregressa esperienza del PFI**
- **Motivare gli attori della nuova fattispecie**
  - **i costruttori** sono parte passiva sono pronti a realizzare le infrastrutture purché le fattispecie proposte siano semplici ed attuabili in concreto
  - **le banche** hanno un ruolo determinante e dovrebbero cambiare approccio trasformando il *business model* con visione del cliente a 360° con maggiore propensione alla consulenza
  - **il Governo** deve incentivare l'utilizzo dei *project bond* quantomeno per un primo triennio
- **Superare alcune MACRO criticità**
  - applicabilità alle medio-piccole infrastrutture (costi, commoditizzazione delle attività)
  - eventuale scarso interesse degli investitori istituzionale per le operazioni *greenfield*



**Rodolfo Errore**

*Partner*

Tel. +39 06 688801

Fax. +39 06 68880201

e-mail: [rodolfo.errore@dlapiper.com](mailto:rodolfo.errore@dlapiper.com)