

Convegno di Economia Italiana
16 Novembre 2017



**IL FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI IN
INFRASTRUTTURE IN ITALIA:
EVIDENZE EMPIRICHE ED IMPLICAZIONI DI *POLICY***

Francesco Baldi

Obiettivi della ricerca



- ❑ Fornire **evidenze empiriche sulle scelte di finanziamento degli investimenti in infrastrutture** compiute nell'industria italiana del **project financing** negli ultimi 17 anni (2000-2016).

- ❑ Analizzare (empiricamente) le **innovazioni** emergenti nell'industria internazionale ed italiana del **project financing**: strumenti finanziari (*project bonds*) e investitori (*fondi infrastrutturali*).

- ❑ Declinare le evidenze empiriche in **policy recommendations** per l'industria italiana del **project financing** così da consentire di colmare il *gap* infrastrutturale del nostro Paese mediante la maggiore promozione di fonti e tecniche di finanziamento in uso all'estero.

Partenariato Pubblico-Privato (PPP): definizione e forme operative

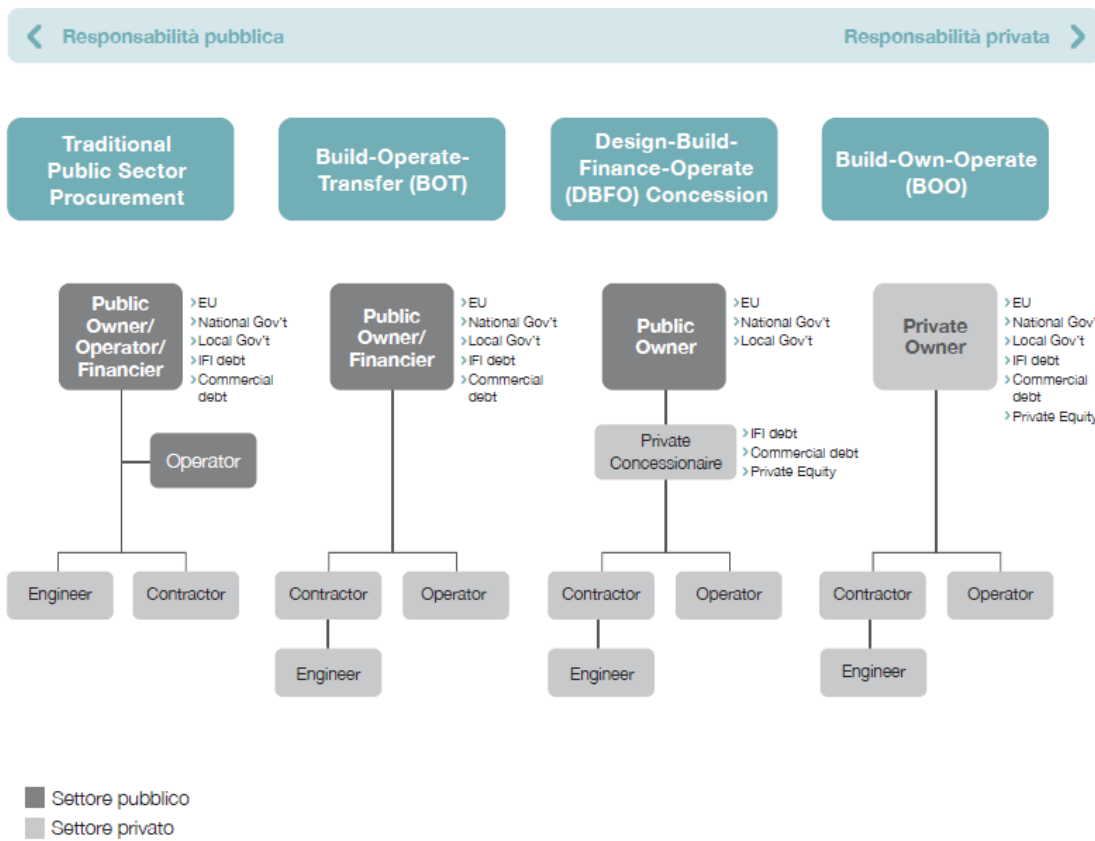


- Il **PPP** è una forma di **cooperazione di lunga durata**, nel cui ambito i due soggetti coinvolti – il **soggetto pubblico** e il **soggetto privato** – si impegnano a garantire congiuntamente la fornitura di beni e/o l'erogazione di servizi, dividendo costi e risorse. Più specificamente, il PPP è un contratto (o un insieme di contratti) che prevede la ripartizione di responsabilità e connessi rischi relativi ad una data attività (es. la costruzione di un'infrastruttura) tra operatori pubblici e privati.

- Il coinvolgimento di soggetti privati – con l'impiego di propri capitali (sostitutivi e/o integrativi di quelli di emanazione pubblica) – nella realizzazione di opere infrastrutturali di pubblica utilità (e nella gestione dei servizi correlati) serve a superare 2 importanti limiti connaturati al «settore pubblico»:
 - 1) la **scarsità delle risorse finanziarie**
 - 2) la **mancanza di adeguate capacità manageriali**

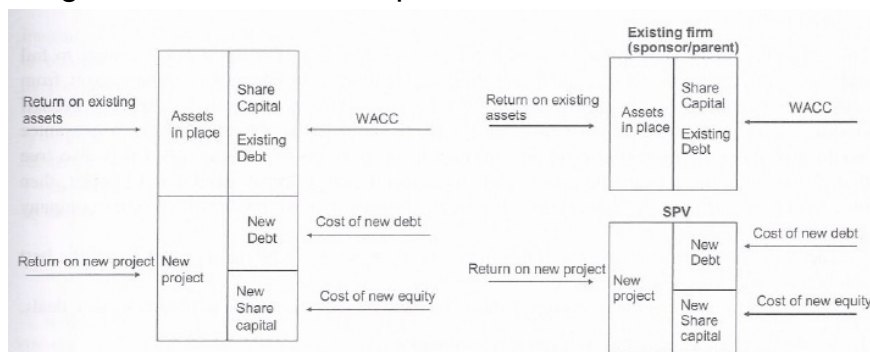
- Il PPP può assumere **7 principali forme operative**:
 1. *Design & Build* (DB)
 2. *Operate & Maintain* (OM)
 3. *Design, Build & Operate* (DBO)
 4. *Build, Lease & Transfer* (BLT)
 5. *Design, Build, Finance & Operate* (DBFO)
 6. *Build, Operate & Transfer* (BOT)
 7. *Build, Own & Operate* (BOO)

Forme «operative» di PPP

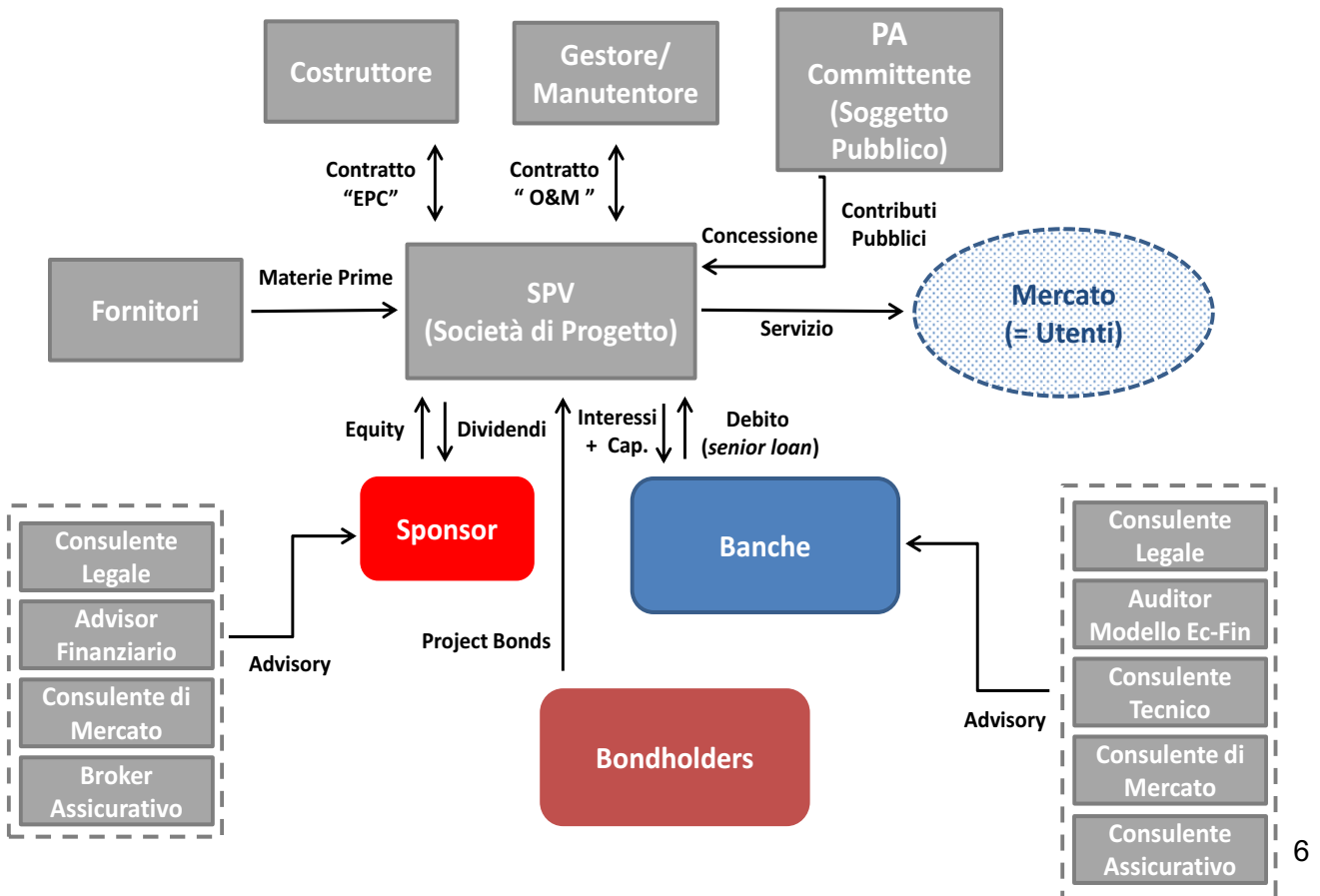


Il *project financing*: definizione

- Il ***project financing*** è la tecnica mediante la quale si provvede al finanziamento di una particolare unità economica o di un progetto di investimento, costituito da un'infrastruttura pubblica o un'iniziativa privata imprenditoriale, «*economicamente separato*» dai suoi promotori (cd. *sponsor*), i cui finanziatori ne valutano il merito di credito sulla base dei flussi di cassa generati.
- Prevede la **costituzione di un'entità giuridica indipendente** avente lo scopo di realizzare un progetto di investimento, finanziato con il ricorso a debito e a capitale di rischio (*equity*), la cui unica fonte di remunerazione consiste nei flussi di cassa prodotti durante e per effetto della gestione («**cash-flow based**»). La principale caratteristica è la **separazione tra il progetto e il suo sponsor mediante la costituzione di una società ad hoc («ring-fencing»)**, denominata «società di progetto» o *special purpose vehicle* (SPV), capace di isolare l'iniziativa (con i relativi flussi di cassa e rischi) da un punto di vista giuridico, economico, patrimoniale e tecnico dalle attività di impresa del promotore.



Project financing: schema operativo



Il mercato del *project financing* in Italia



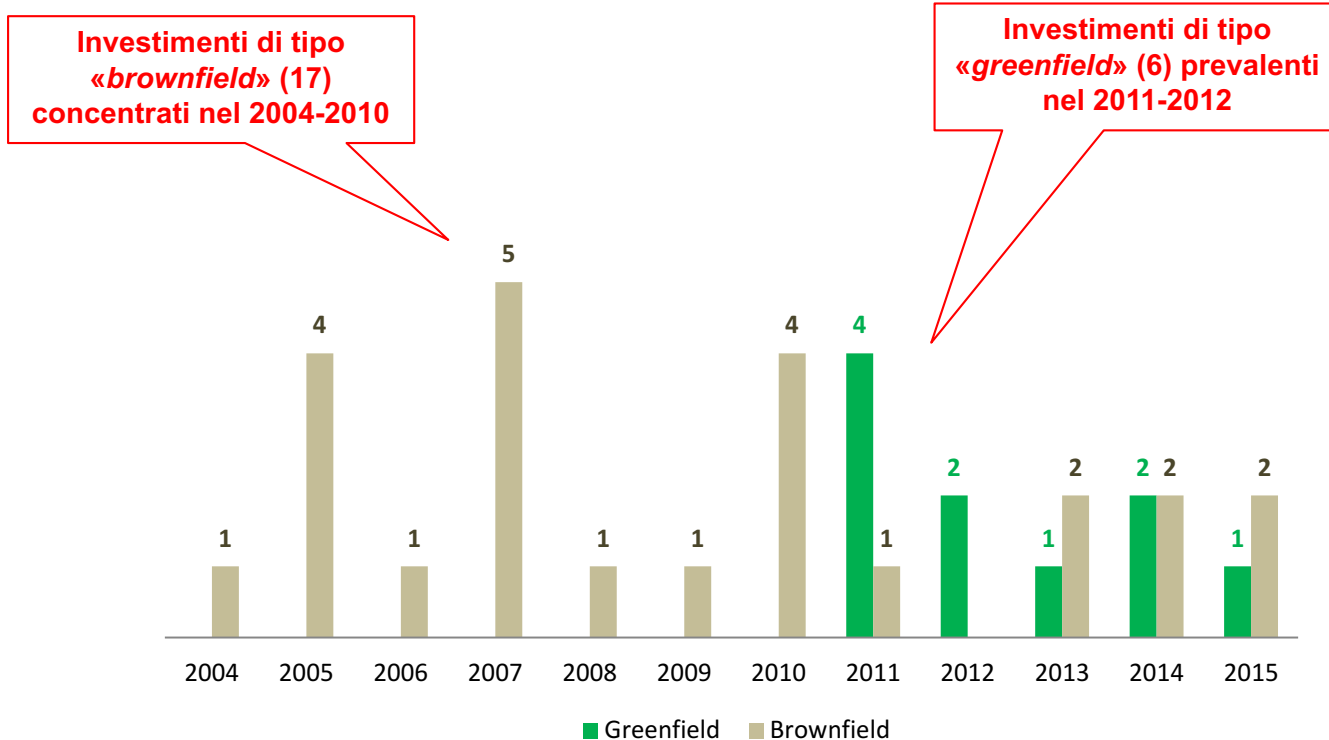
-
- Al fine di condurre un'analisi empirica delle scelte di struttura finanziaria compiute per finanziare gli investimenti infrastrutturali in Italia, sono stati raccolti dati e informazioni sul mercato nazionale del *project financing* da due fonti: **InfraDeals** e **Dealogic**.

(1) Il primo *dataset* comprende **34 operazioni** di *project financing* eseguite nel nostro Paese tra il 2004 e il 2015;

(2) Il secondo *dataset* censisce, invece, **316 operazioni** concluse nel periodo 2000-2016.

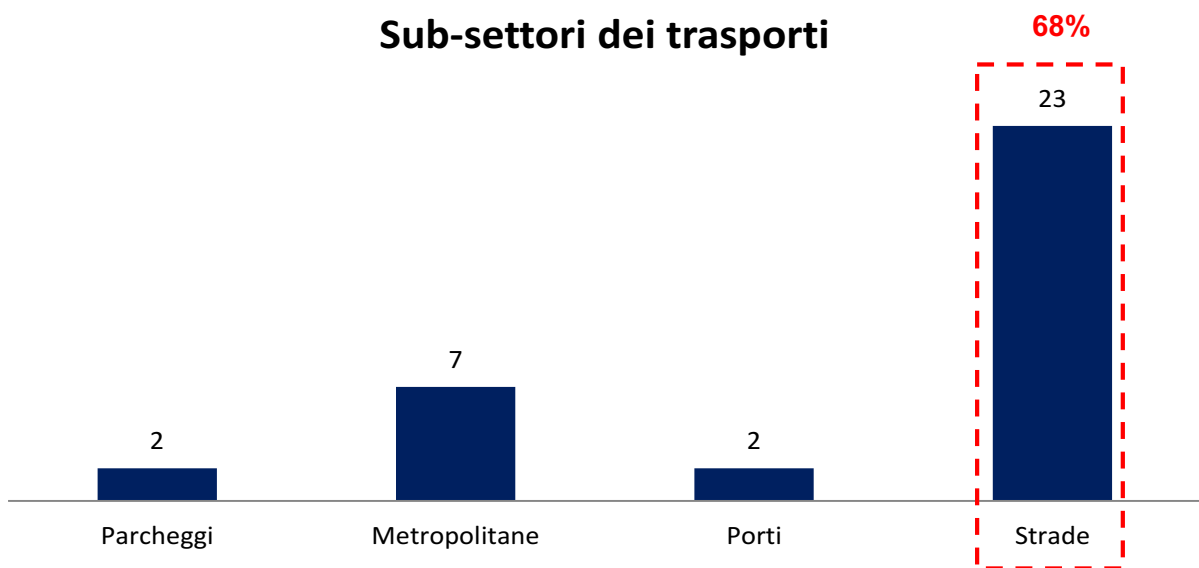
- I settori infrastrutturali considerati sono rappresentati da **trasporti, energia e telecomunicazioni**.
- Gli investimenti di riferimento possono riguardare opere "**greenfield**" o "**brownfield**" e l'orizzonte temporale ricomprende gli ultimi 17 anni a partire dall'inizio del nuovo millennio (**2000-2016**).

Ripartizione per tipologia delle transazioni di *project financing* in **Italia** (2000-2016): **Trasporti**

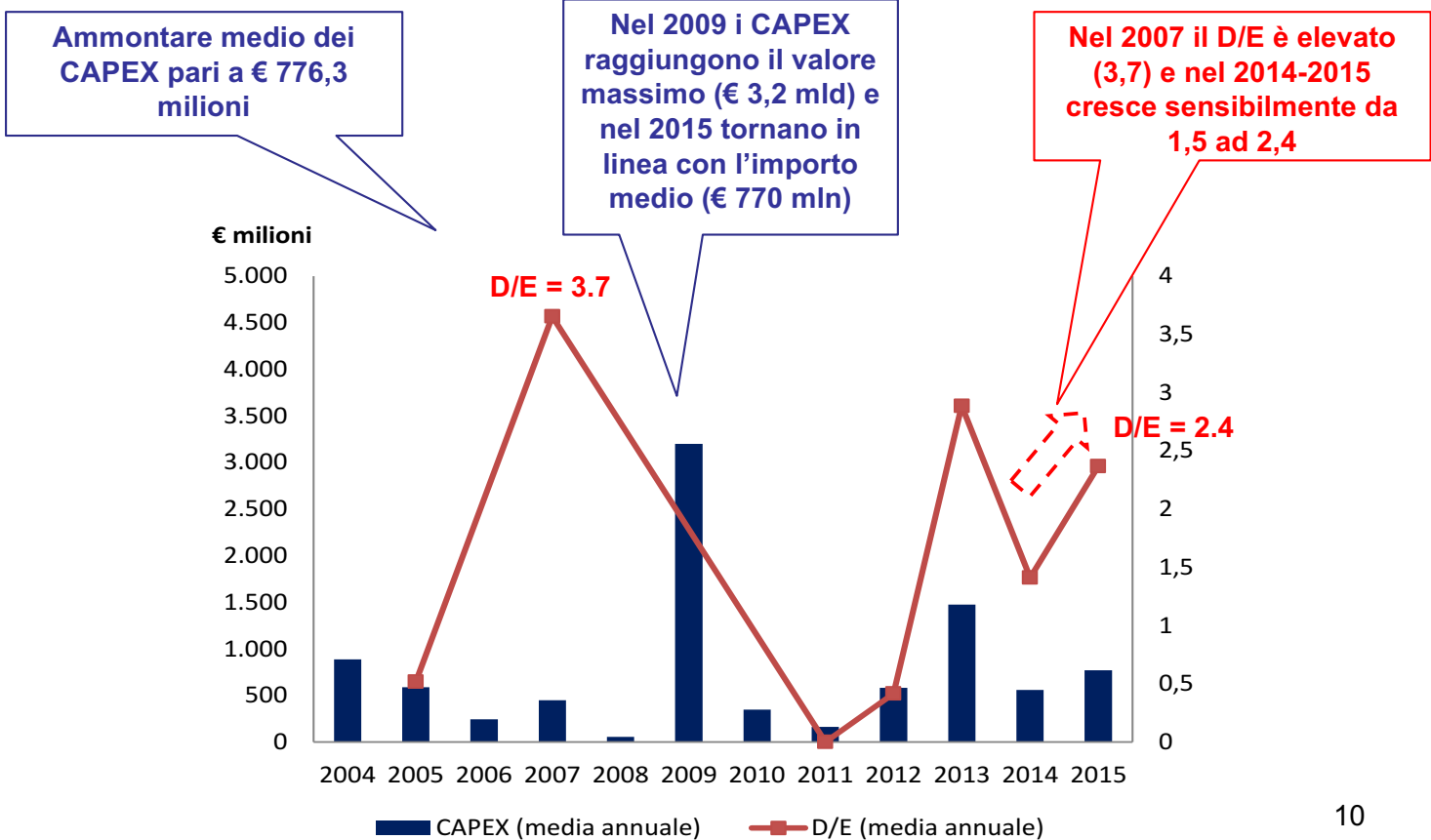


PIU' BROWNFIELD E POCO GREENFIELD...
(24) (10)

Ripartizione sotto-settoriale delle transazioni di *project financing* in **Italia** (2004-2015): **Trasporti**



CAPEX annuali e *Debt-to-Equity* (D/E) medio annuo in Italia (2004-2015): **Trasporti**

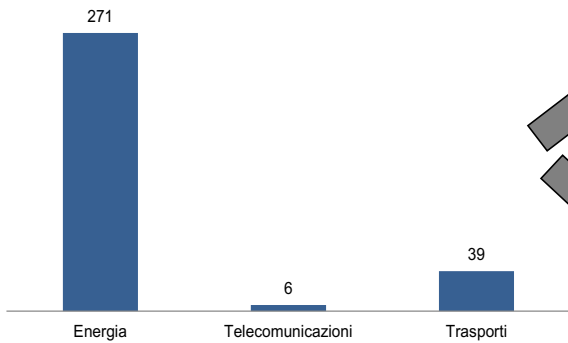


Ripartizione sub-settoriale delle transazioni di *project financing* in Italia (2000-2016) (Dealogic)



**316 OPERAZIONI DI PF
(2000-2016)**

Settori complessivi (energia, telecomunicazioni, trasporti)



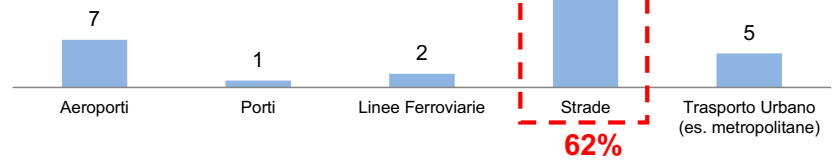
86%

2%

12%

39 transazioni nel trasporto

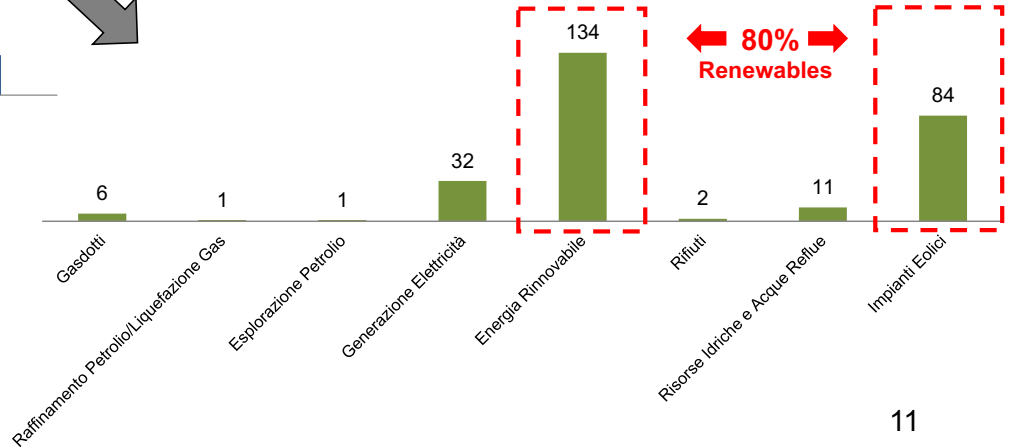
Trasporti



In linea con il mercato estero

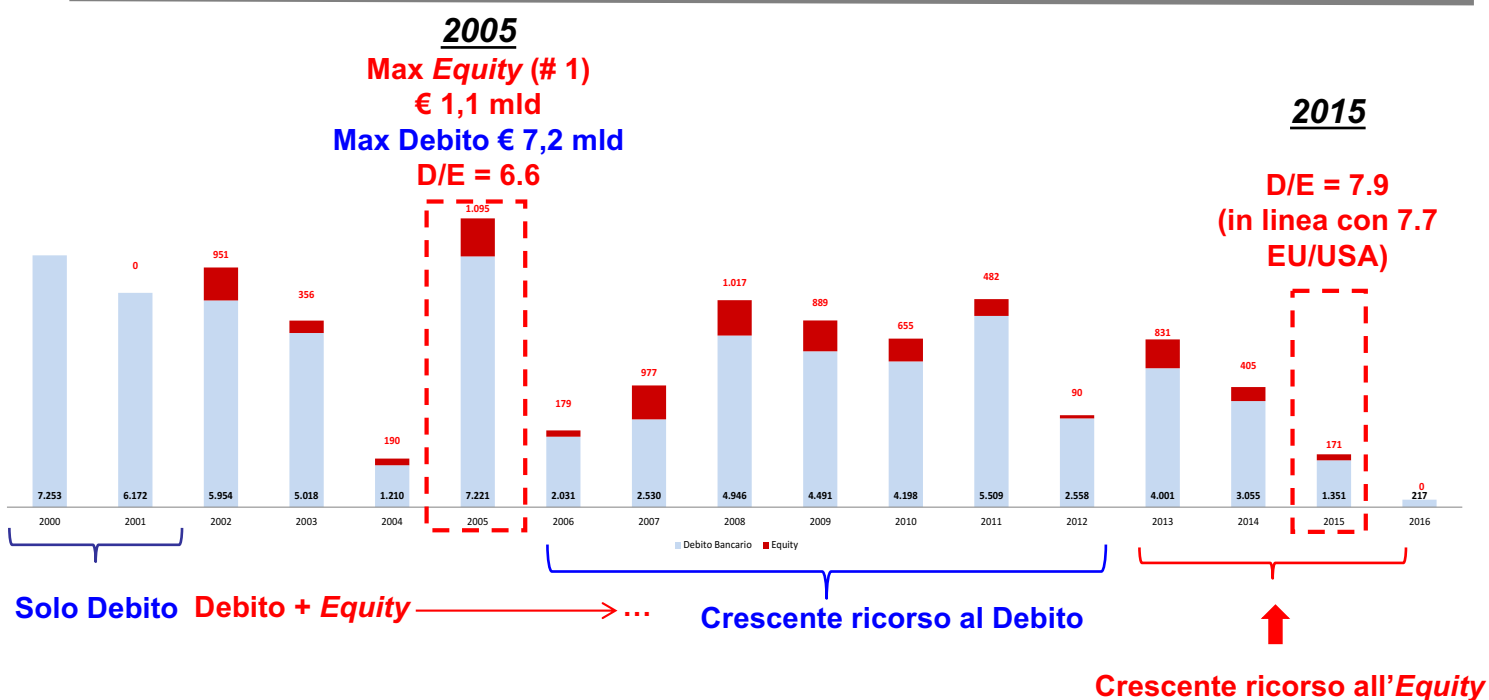
62%

Energia



80% Renewables

Scelte di struttura finanziaria degli investimenti in infrastrutture (Italia, 2000-2016)



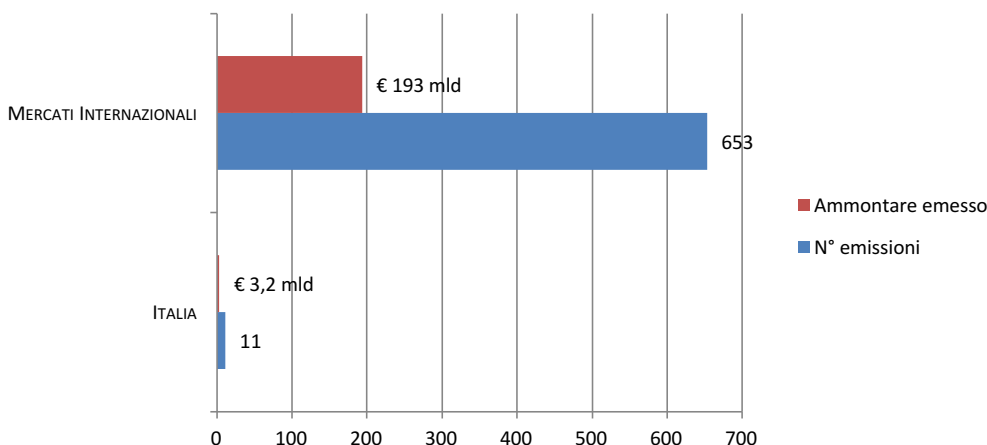
Debito medio (2000-2016) = € 4 mld
 Equity medio (2000-2016) = € 488 mln

Le innovazioni della finanza di progetto: *project bonds* ed *infrastructure funds*



- I *project bonds* (PBs) costituiscono “**obbligazioni di scopo**” che possono essere emessi da società impegnate nella costruzione di un’opera infrastrutturale.
- I PBs sono stati disciplinati nel 2012 dal Governo Monti (*Decreto Cresci-Italia*, 2012; *Decreto Sviluppo*, 2012; *Decreto MEF*, 2012), e successivamente nel 2014 dal Governo Renzi (*Decreto Sblocca Italia*, 2014), con la finalità di rilanciare gli investimenti in infrastrutture senza dover ricorrere integralmente al debito bancario.
- **3 misure di agevolazione fiscale:** a) ritenuta ridotta (12,5%) su interessi; b) deducibilità degli interessi passivi per l’emittente; c) imposte di registro, ipotecaria e catastale “fisse” su garanzie.

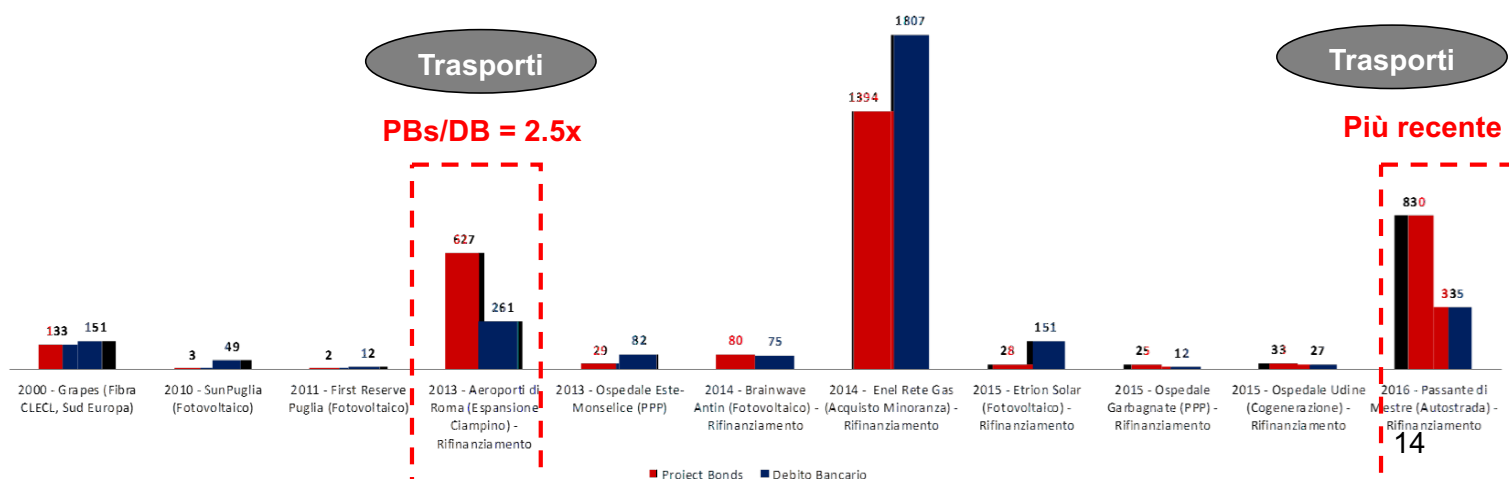
Confronto tra emissioni di *project bonds* nei mercati internazionali e in Italia (2000-2016)



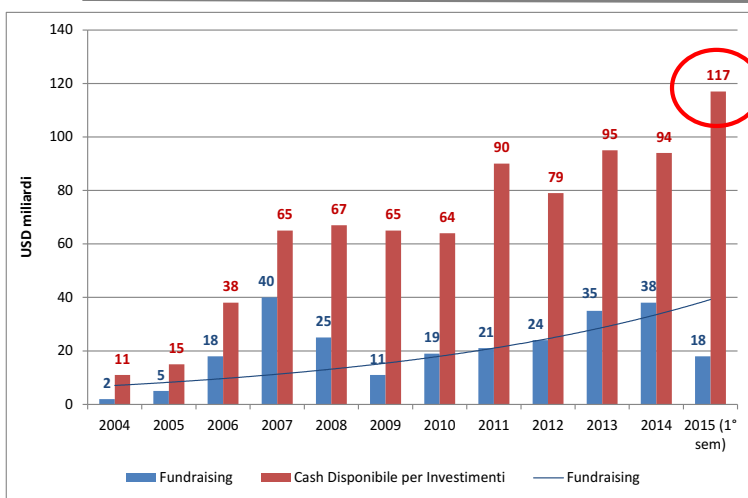
Emissioni di *project bonds* nel mercato italiano (2000-2016)



- ❑ **11 operazioni:** € 3,19 miliardi (PBs) vs. € 2,96 miliardi (DB) (52% PBs - € 6,1 miliardi di debito totale). 7 su 11 per esigenze di rifinanziamento del debito bancario. 3 su 11 ante normativa 2012.
- ❑ **Settore prevalente: energia** - impianti fotovoltaici (5 progetti) + distribuzione gas (1 progetto) (Enel Rete Gas = emissione di importo più elevato; PBs pari a € 1,4 miliardi vs. € 1,8 miliardi di DB; PBs/DB = 77%).
- ❑ **Trasporti:** (1) **rifinanziamento del Passante di Mestre** (€ 830 mln), con scadenza dicembre 2030 e *pricing* pari al 2,115% (*spread* = 185 bps), prima operazione in Italia a beneficiare della garanzia EIB (PBCE); (2) **sviluppo dell'aeroporto di Ciampino**; il più elevato PBs/DB = 2.5x; € 627 milioni (PBs) vs. € 261 milioni (DB).



Fondi infrastrutturali: «private equity» e «private debt» nella finanza di progetto

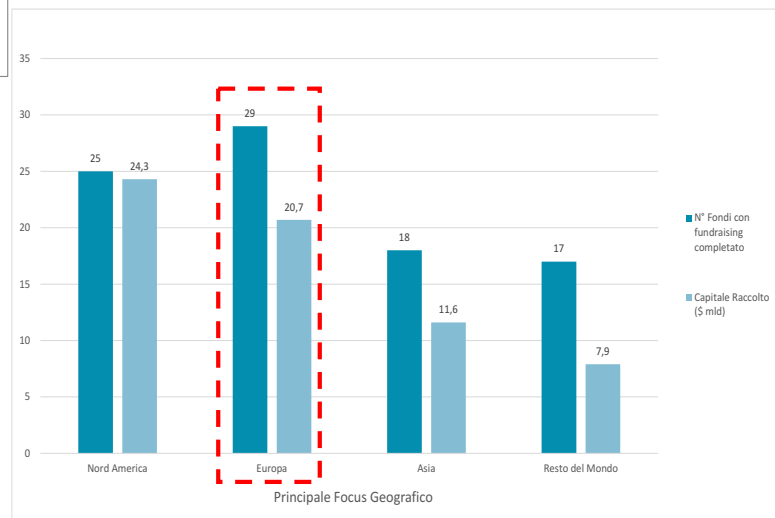


Dal 2004, il mercato globale dei fondi infrastrutturali è stato caratterizzato da una graduale crescita delle attività di *fundraising*, potendo contare attualmente (1° sem. 2015) su un ammontare di **cash disponibile per nuovi investimenti** (c.d. *dry powder*) pari a **\$ 117 miliardi**. Nel solo 2015, **71 fondi** hanno completato il *fundraising* per \$ 44, 4 miliardi.

29 fondi focalizzano i loro investimenti in **Europa**, potendo contare su un ammontare totale di capitale pari a **\$ 20,7 miliardi**.

E in Italia?

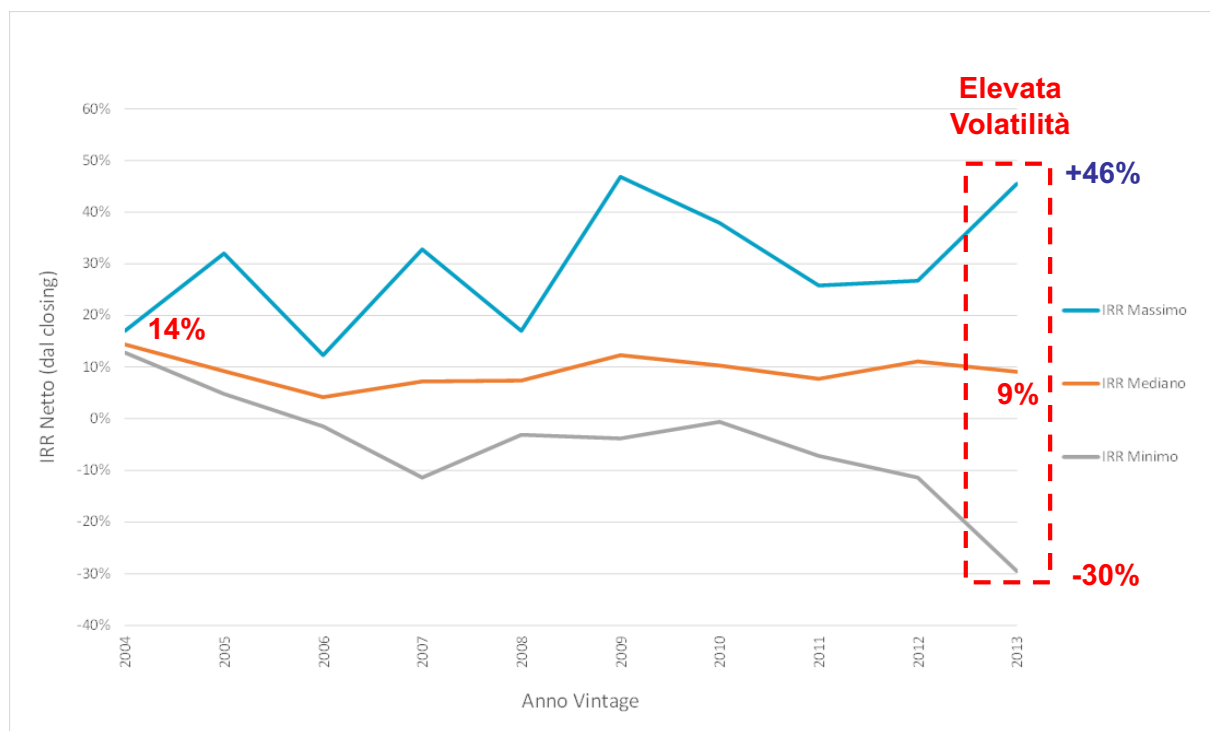
F2i e PPP Italia (CDP)



Fondi infrastrutturali: *performance* (IRR) (2004-2013)



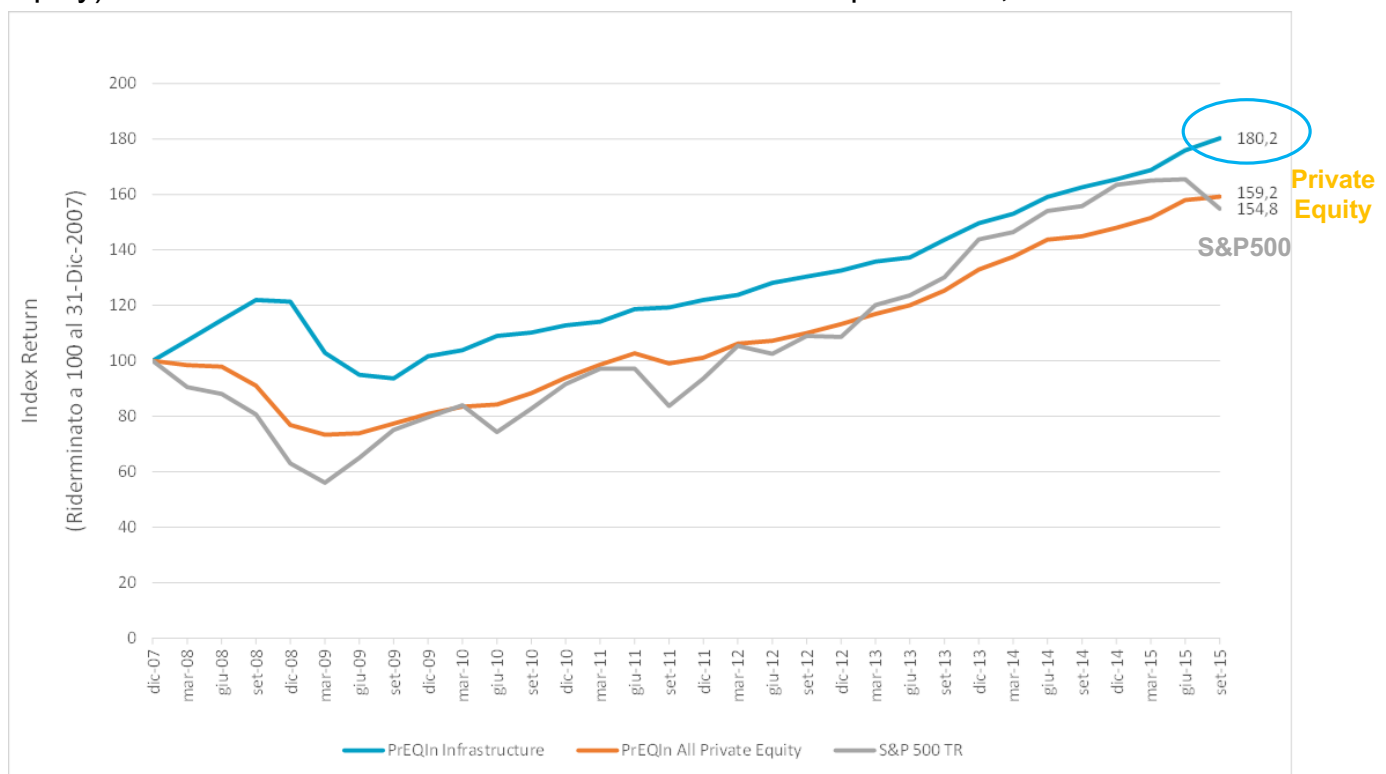
- Nel 2004-2013 l'IRR mediano (netto) ha oscillato tra il 14% (2004) e il 9% (2013). L'IRR medio (netto) per il 2013 è pari al 9,1%, in linea con la media del periodo (9,3%). Nel 2013, i fondi infrastrutturali hanno superato in *performance* (9,1%) *private debt* (7,1%) e *buyout* (8%), essendo terzi ai soli *real estate* (12,8%) e VC (11,7%).



Fondi infrastrutturali: *performance* (2007-2015)



- Il **PrEQIn Index** (base 100 dal 31/12/2007) – calcolato da Prequin per misurare la *performance* degli investimenti dei **fondi infrastrutturali** – è risultato (dal 2008) sempre superiore rispetto all'indice calcolato per il mercato del *private equity* (PrEQIn All Private Equity) e allo S&P 500. Nel settembre 2015 tale indice è pari a **180,2**.



Policy recommendations per l'Italia



- 1 **Aumentare** l'offerta di investimenti in **opere infrastrutturali di tipo «greenfield»**, necessarie per modernizzare la dotazione infrastrutturale del Paese, mediante:
 - l'attenuazione del rischio di domanda (troppo sbilanciato sullo *sponsor* privato) prevedendo l'erogazione, da parte della PA, di maggiori canoni di disponibilità (per la copertura di CAPEX, oneri finanziari del debito);
 - l'erogazione di maggiori contributi in conto capitale;
 - il contenimento degli accantonamenti regolamentari richiesti da Basilea 3 alle banche.

- 2 **Riempire l'equity gap** colmando un *industry gap* attraverso (1) lo sviluppo di una industria dei fondi di *private equity* infrastrutturali con *focus* di investimento su:
 - (a) infrastrutture "strategiche" «greenfield» di grandi dimensioni (con limitata bancabilità, elevato rischio di costruzione, elevato rischio di domanda);
 - (b) infrastrutture «greenfield» di piccole/medie dimensioni (< € 200 mln)e (2) lo stimolo all'attività di *sponsorship* degli investitori istituzionali (es. fondi pensione), ancora limitata (es. Canada).

- 3 **Rafforzare il mercato dei *project bonds*** per il finanziamento di infrastrutture «*greenfield*» di media/piccola dimensione (finora solo rifinanziamento di opere «*brownfield*» di grande dimensione) mediante la creazione di consorzi di garanzia, standard contrattuali, meccanismi «locali» di *credit enhancement*.