

*Workshop*

# **PROJECT BOND: UNO STRUMENTO PER IL MERCATO DELLE INFRASTRUTTURE**

*Intervento di*

**Matteo Del Fante**

Direttore Generale CDP



Cassa depositi e prestiti

Roma, sede ANCE, 19 luglio 2012



## CDP in sintesi

---

Project Bond



# Missione

CDP in sintesi



CDP è una Spa  
a controllo pubblico  
(70% MEF, 30% Fondazioni)  
la cui missione istituzionale è  
**finanziare la  
crescita del Paese**

**Leader** nel  
finanziamento degli  
**ENTI LOCALI** e **PA**

**Operatore chiave**  
a sostegno delle  
**IMPRESE**

**Catalizzatore**  
dello sviluppo  
delle **INFRASTRUTTURE**



# Business plan 2011-2013

CDP in sintesi



# 2011: flusso di risorse

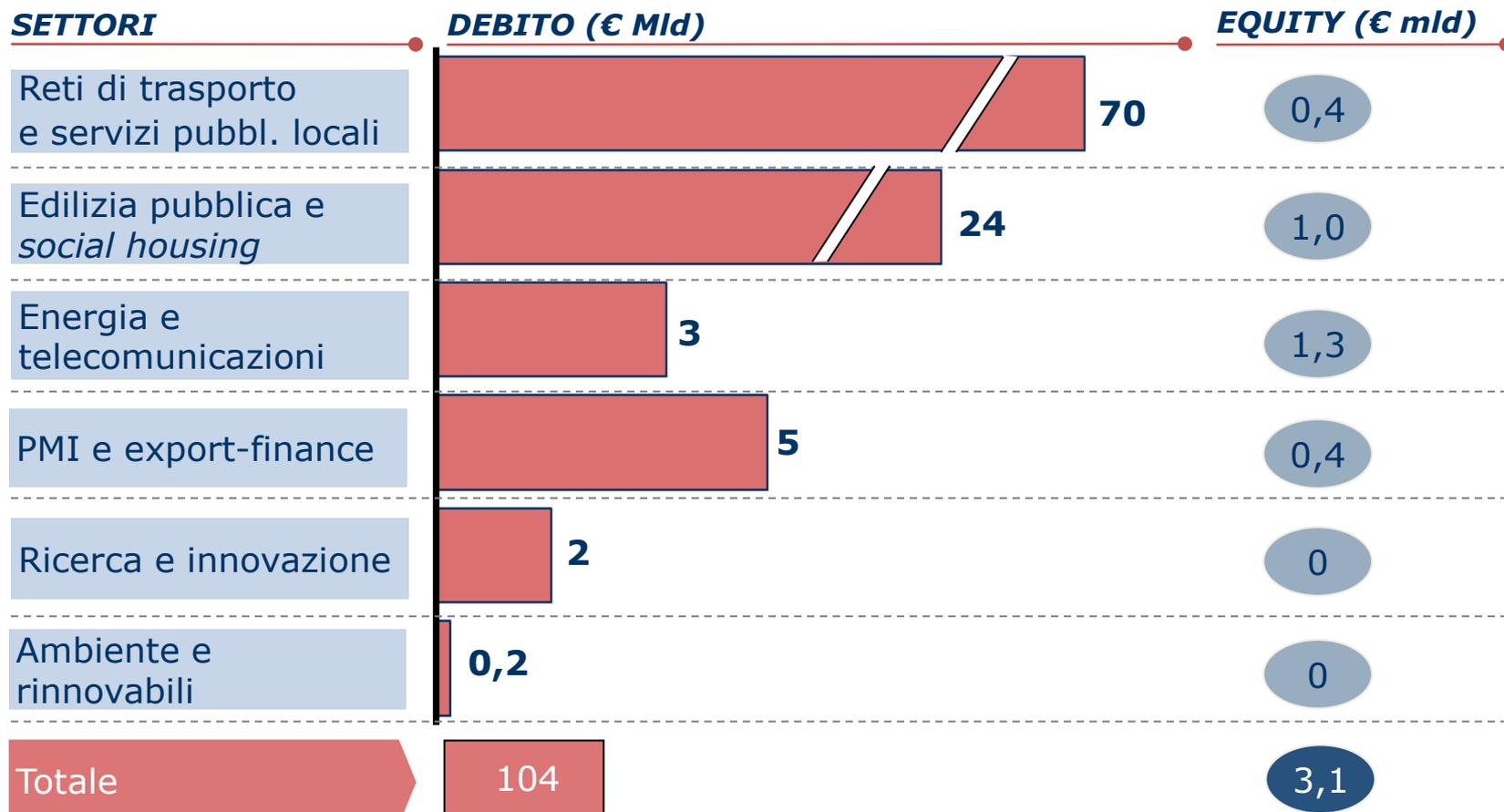
CDP in sintesi



# Principali aree di intervento: stock 2010/2011



CDP in sintesi



**Totale debito + equity**

€ 107,1 mld  
fine 2010



**€ 117 mld  
fine 2011**



# Principali aree di intervento: flussi 2011

CDP in sintesi



(€ mld)

SETTORI D'INTERVENTO	2011	2010
Reti di trasporto e servizi pubblici locali	6,487	5,401
Edilizia pubblica e social housing	1,698	2,138
Energia e telecomunicazioni	719	301
PMI e export-finance	3,368	3,656
Ricerca e innovazione	172	102
Ambiente e rinnovabili	(28)	59
Società di rilevante interesse nazionale (FSI)	540	-
	<b>12,956</b>	
<b>TOTALE RISORSE MOBILITATE</b>	<b>16,489 (*)</b>	<b>11,657</b>

(\*) compresi circa 3,5 miliardi di operazioni straordinarie



# Strumenti: debito ed equity

CDP in sintesi



# Nuove opportunità di finanziamento da parte di CDP



*CDP in sintesi*

Il d.l. n. 185/2008, art. 22, e il d.l. n. 5/2009 (art. 3, c. 4-bis) hanno ampliato l'operatività della c.d. "Gestione Separata" di CDP finanziata con i fondi della Raccolta Postale, assistiti dalla garanzia dello Stato.

BENEFICIARI	L'ampliamento riguarda la possibilità di finanziare SOGGETTI PRIVATI
SCOPO	Le operazioni di investimento devono essere: <ul style="list-style-type: none"><li>➤ di interesse pubblico</li><li>➤ previste dallo Statuto della CDP</li><li>➤ "promosse" dal settore pubblico (Stato, Regioni, Enti Locali, Enti Pubblici ed Organismi di Diritto Pubblico). A tale riguardo il DM del marzo 2009 prevede una serie di fattispecie (concessioni ed operazioni di PPP in particolare)</li></ul>
CONDIZIONI	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Sostenibilità economico finanziaria di ciascuna operazione.</li><li>➤ Merito di credito dei soggetti richiedenti</li></ul>
FORME	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Le operazioni possono assumere qualsiasi forma, quale quella della concessione di finanziamenti, del rilascio di garanzie, dell'assunzione di capitale di rischio o di debito</li></ul>
CARATTERISTICHE DEL FINANZIAMENTO	<ul style="list-style-type: none"><li>➤ non superiore al 50% del debito complessivo della società di progetto (essenziale co-finanziamento bancario)</li><li>➤ non inferiore ad € 25 milioni</li><li>➤ complementarietà con il sistema bancario</li></ul>



CDP in sintesi

## **Project Bond**

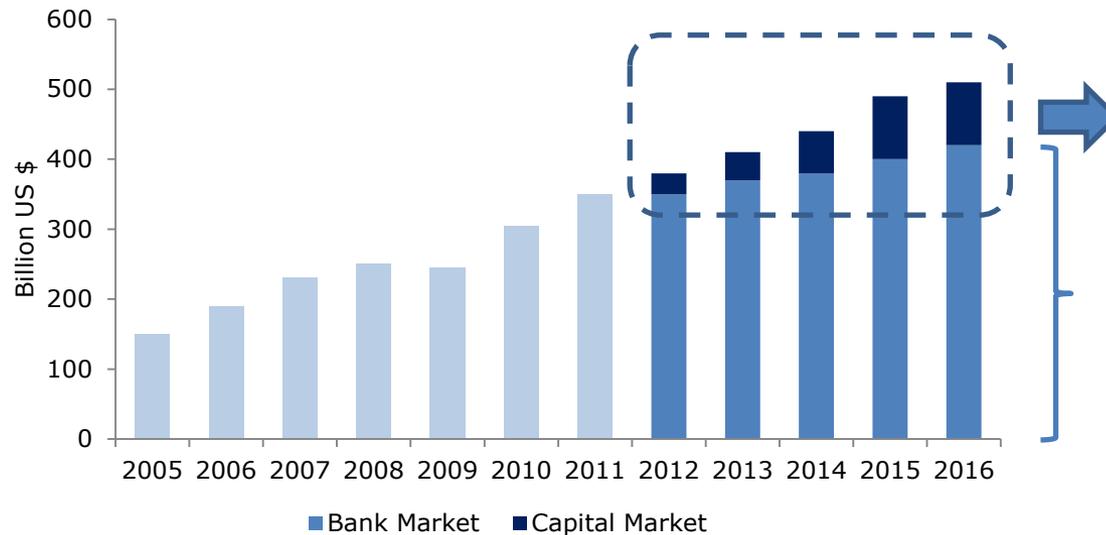
---



# Historical Project Finance Volumes and Forward Outlook



Project Bond



*Broader capital markets funding sources needed to keep up with the demand for project financing*

*Going forward, bank market capacity expected to be furthered constrained with the introduction of Basel III*

Source: Dealogic and Citibank

# Project vs Corporate: Default and Recovery Rates

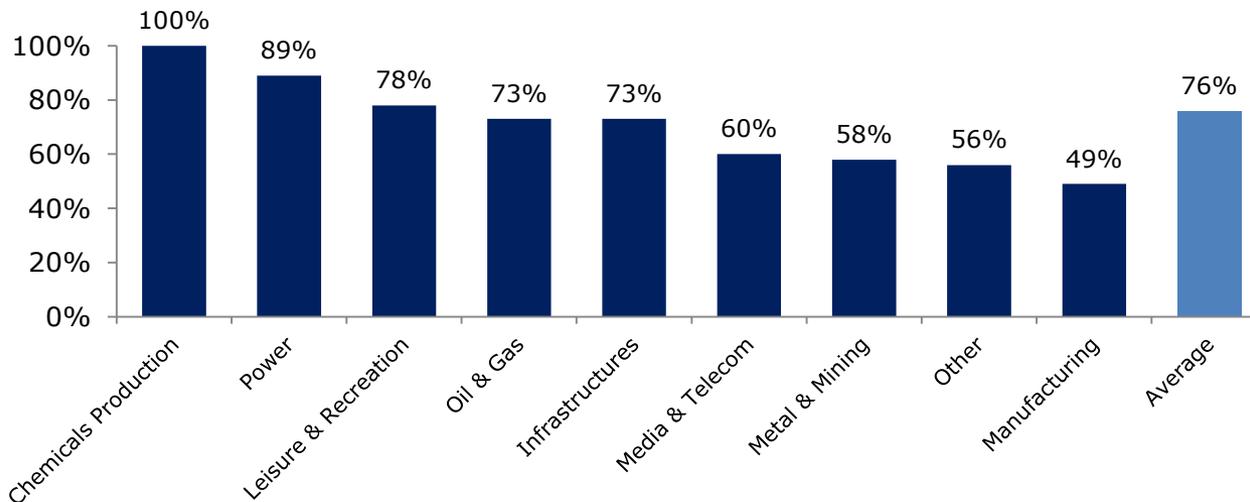


Project Bond

## Relative Default and Recovery Rates

	Project Finance Debt (Secured)	Senior Unsecured Corporate Bonds (BBB)	Senior Unsecured Corporate Bonds (BB)
Default Rate ( $P_D$ )	11.5%	11.3%	34.8%
Recovery Rate ( $r$ )	76.4%	43.7%	42.9%
Portfolio Loss [ $PD * (1-r)$ ]	2.7%	6.4%	19.9%

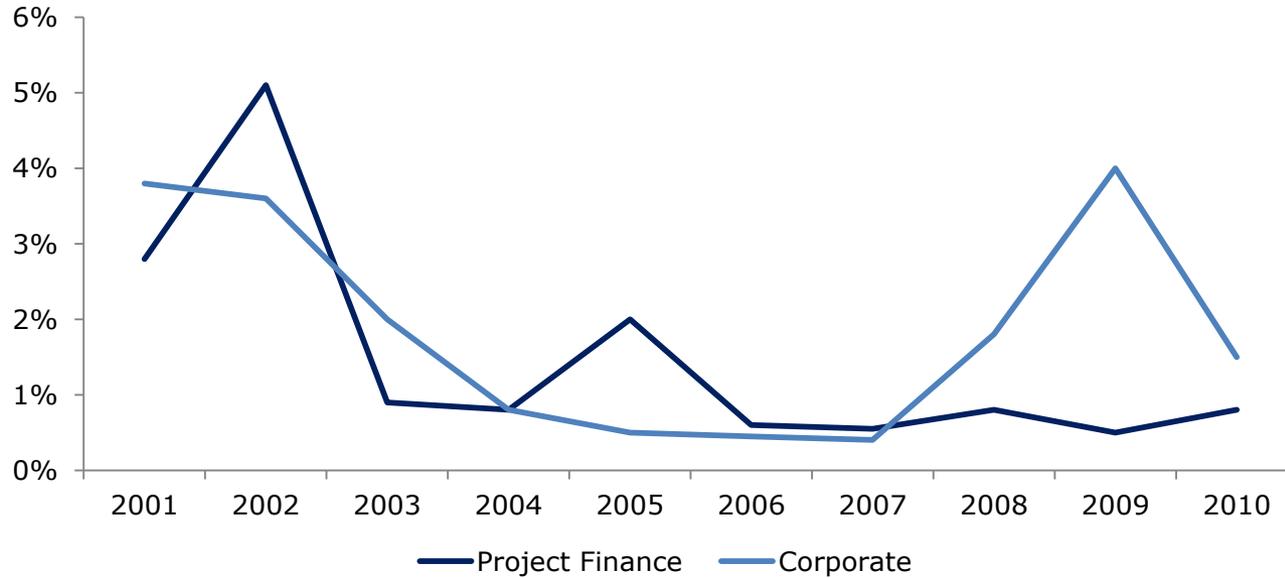
## Ultimate Project Finance Recovery Rates by Sector - Project Finance Bank Loans 1983 - 2008



# Historical Annual Project Finance Default Rate



*Project Bond*



Source: S&P



# BASILEA III



Project Bond

- ❑ Contenimento della leva finanziaria (introduzione di un Leverage Ratio, più stringenti requisiti di capitale e introduzione di riserve di capitale addizionali, «*Capital Conservation Buffer*» );
- ❑ Contenimento del rischio di liquidità con introduzione di specifici requisiti. Valori minimi di :
  - ❑ *Liquidity Coverage Ratio* (LCR): le banche devono, in ciascun momento, detenere attivi altamente liquidi pari almeno al 100% delle uscite stimate nei successivi 30 giorni;
  - ❑ *Net Stable Funding Ratio* (NSFR): le banche devono rispettare un valore minimo di provvista «stabile» non inferiore ad un valore determinato applicando fattori di «liquidità» differenziati per tipologia di attivo;
  - ❑ L'importo di provvista «stabile» richiesto sarebbe pari al 50% per i Project Bond con rating tra «AA-» e «A-» ed al 100% per i Project Financing. A parità di condizioni il Project Bond potrebbe risultare maggiormente attrattivo/sostenibile anche per il settore bancario.



Alcune potenziali conseguenze:

- ❑ Riduzione nuovi impieghi in *project financing* (tipicamente a m/l termine) e «*Deleveraging*» («*Morgan Stanley estimates that banks [European, ndr] will have to dispose of as much as USD 3,300 bn worth of assets over the next few years to meet new regulations on the amount of capital buffers they hold and to address the funding shortfall*», FT, Europe's banks feel funding freeze, 27 novembre 2011);
- ❑ Spostamento verso strutture con durata limitata e «*balloon*» finale (soft/hard mini perm) con necessità di gestire il rischio di rifinanziamento (il Project Bond potrebbe costituire una opzione);
- ❑ Incremento dei margini. Studio McKinsey del novembre 2010 ha stimato in 60-110 bppa l'incremento del costo del capitale assorbito per operazioni «*specialized lending*» derivante dall'applicazione a regime delle regole Basilea III, (cfr. McKinsey, «*Basel III and European banking: Its impact,...*», novembre 2010).





I vincoli in termini di assorbimento di capitale sono particolarmente penalizzanti rispetto alla durata degli *asset*.

Esempi:

- ❑ Un bond «BBB» con durata 5 anni determina un assorbimento di capitale del 12% circa, inferiore ad un ipotetico Project Bond a 10 anni con garanzie BEI e rating «A»;
- ❑ Su una durata di 25 anni il rating «A-» ed il rating «BBB» determinerebbero lo stesso livello di assorbimento di capitale (>32%).

Le regole Solvency II appaiono quindi potenzialmente penalizzanti per i futuri Project Bond.



- ❑ Default and Recovery Rate storicamente favorevoli per operazioni di *project finance* nel settore delle infrastrutture
- ❑ Project Bond Initiative (€ 230 milioni disponibili nella fase di *testing* entro la scadenza del programma 2007-2013)
- ❑ Normativa italiana ormai completata e generalmente giudicata soddisfacente
- ❑ Diversificazione fonti di finanziamento
- ❑ Possibilità di canalizzare l'impegno a M/L termine del sistema bancario che è reso particolarmente oneroso dalle regole Basilea III



- ❑ Maggiore difficoltà del mercato all'assunzione del **rischio di costruzione** del **rischio di traffico**.
  
- ❑ In particolare il **settore autostradale** (che esprime al momento la parte maggiore della *pipeline* dei progetti infrastrutturali in PPP) è caratterizzato da:
  - ❑ elevata incertezza sul rispetto dei tempi e dei costi di costruzione;
  - ❑ a partire dal 2008 (crisi Lehman) i valori di traffico hanno subito una sostanziale stagnazione che, a partire da fine 2011 si è trasformata in una accentuata contrazione che presenta caratteri durevoli (riduzione del traffico passeggeri c.d. «*leisure*»);
  - ❑ assetto regolatorio ancora in divenire (Agenzia ed Autorità non ancora operative ed Anas che opera in regime di *prorogatio*).



- ❑ Restrizioni derivanti da **Solvency II** alla capacità di sottoscrizione di titolo a medio/lungo termine da parte di compagnie di assicurazione e, potenzialmente, da parte dei fondi pensione
- ❑ Difetto di esperienza e competenza da parte degli investitori istituzionali nel campo del "rischio di progetto" (necessità di attrarre/educare i potenziali investitori)
- ❑ *Negative carry* derivante dalla rigidità in fase di erogazione
- ❑ Bassa liquidità dei Project Bond (almeno nella fase iniziale)
- ❑ Problematiche di «**intercreditor**» con il finanziamento bancario

# Possibili scenari



Project Bond

- ❑ Strutturazione e collocamento di Project Bond, almeno in una prima fase, per progetti «*brownfield*» (o in settori con rischio di costruzione modesto e di breve durata) con solidi fondamentali ed un contesto regolatorio definito e stabile
- ❑ Strutturazione ed acquisizione di interesse di massima per strutture di rifinanziamento del debito bancario in grado di mitigare il relativo rischio e favorire il finanziamento della costruzione con durate compatibili con le attuali condizioni di mercato e le regole Basilea III



In **termini operativi**,

fermo restando la valutazione circa la bontà del singolo progetto (in ordine alla sostenibilità economico finanziaria ed al merito di credito)

CDP può sin d'ora ipotizzare:

la **sottoscrizione** dei Project Bond nei limiti quantitativi (termini e condizioni) consentiti dai propri regolamenti (misura tendenziale del 50% del debito complessivo del progetto)