

Formazione IFEL
per i Comuni



Il Piano Economico e Finanziario (PEF) e gli indici di redditività e bancabilità

Ing. Lorenzo Fidato

Responsabile Advisory | Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.
lorenzo.fidato@cdp.it



INDICE



PPP e Project Finance: elementi generali



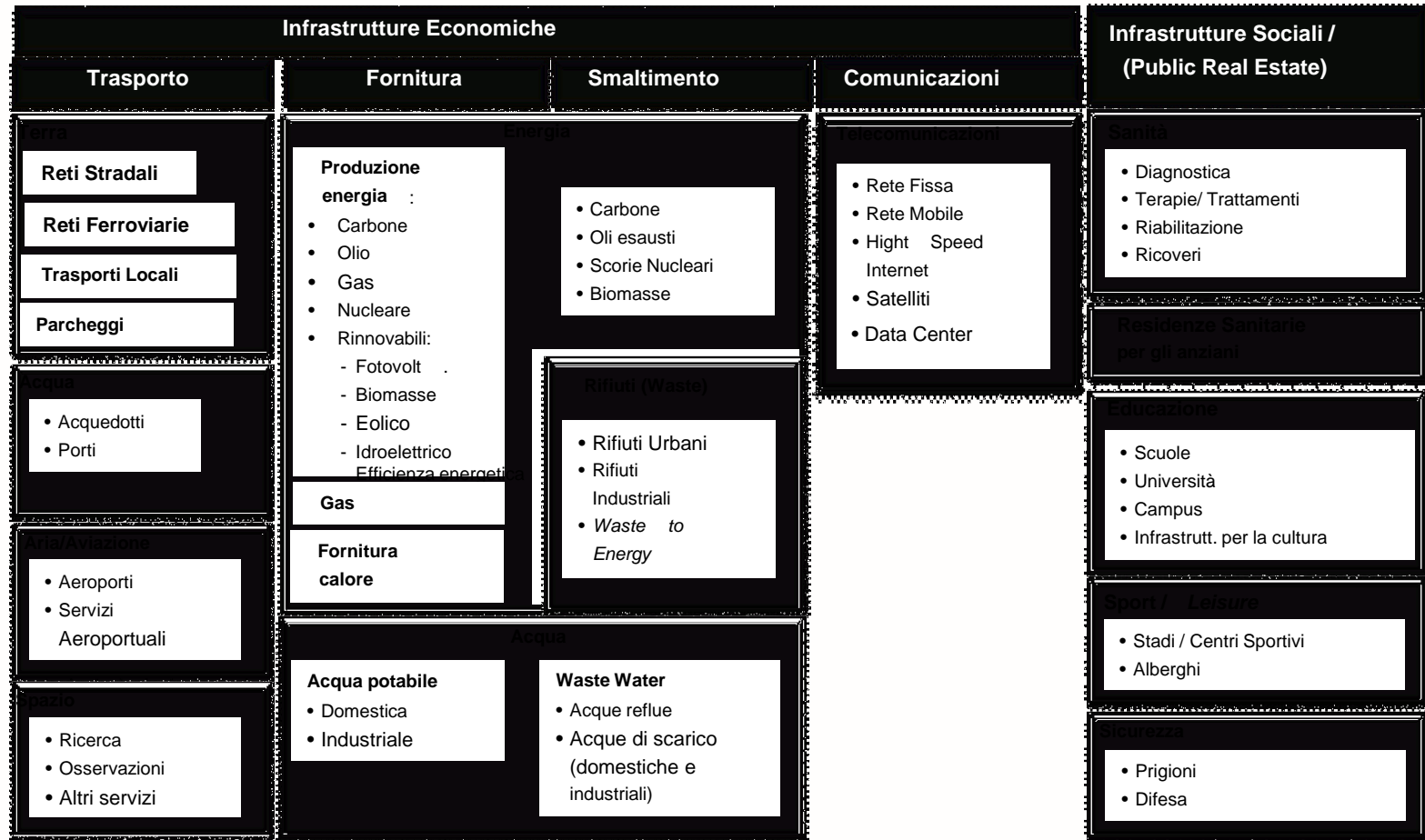
L'analisi finanziaria: PEF, Equilibrio, Indici



Un case study

Settori di interesse per il PPP

Infrastrutture economiche e sociali



as an Asset Class, Weber – Allen (Wiley Finance, 2010)

PPP e Project Finance

Caratteristiche richieste dal Project Finance

Qualità dei Flussi di Cassa

- I finanziatori valutano in primo luogo la capacità del progetto di rimborsare il debito e non solo la rispondenza economica e patrimoniale dei Promotori

Allocazione dei Rischi

- Un progetto correttamente strutturato (“bancabile”) implica un’adeguata allocazione dei rischi sulle controparti commerciali e finanziarie

Segregazione Contabile

- Separazione tra il patrimonio del progetto e quelli dei promotori

Altro

- Le dimensioni dell’iniziativa devono essere tali da giustificare i costi generali che l’impiego di questa tecnica finanziaria comporta (finanziamenti > € 15 mln);
- Il finanziamento viene fatto “su misura” del progetto;
- I soggetti promotori, preferibilmente con esperienza nel settore specifico del progetto, debbono avere affidabilità tecnico-professionale;
- Piani industriali definiti e flussi di cassa stabili e predeterminabili con assunzioni di business validate da consulenti esterni;
- Equilibrio economico finanziario dell’iniziativa.

La prospettiva del
Finanziatore

I “Plus” dei finanziamenti per le infrastrutture

Caratteristiche del settore infrastrutture che rendono il finanziamento di tali opere un’opportunità per la finanza di progetto

Qualità dei Cash Flows

- Prevedibili grazie al quadro regolatorio e correlati all’inflazione.
- Di lunga durata (in linea con le concessioni)
- Resistenti a fenomeni recessivi grazie alla previsione di riequilibrio

I Rendimenti sul capitale investito sono largamente tutelati.

Settore Regolamentato

- Settori con livello di rischio regolatorio ridotto riconducibile al rischio Stato / Regione
- Principali ambiti di operatività per le infrastrutture strategiche: trasporti (es., grandi opere stradali lombarde, metropolitane), reti ed energia.
- Infrastrutture Sociali e Locali: ospedali, scuole, carceri, parcheggi, ciclo idrico integrato e gestione/smaltimento dei rifiuti.

Il settore e’ sostenuto da politiche economiche locali nazionali e internazionali, con basso rischio di mercato, spesso in parte riconducibile a quello del sistema paese.

Altre caratteristiche

- Concessioni molto lunghe
- Asset con obsolescenza tecnica contenuta
- Regime di monopolio naturale
- Domanda relativamente anelastica

Forti barriere all’ingresso, rischi gestionali bassi e costi operativi contenuti.

Il Partenariato Pubblico Privato

Trasferimento dei rischi economici

Si può parlare di PPP se avviene il trasferimento dei rischi dalla PA all'aggiudicatario e se si mantiene nel tempo l'equilibrio economico-finanziario. A fronte dell'investimento finanziario per la realizzazione di un'opera e la sua gestione nel tempo, nella prospettiva di trarre un vantaggio patrimoniale dallo svolgimento di tali attività, l'operatore privato accetta il rischio di subire le eventuali conseguenze derivanti dall'andamento negativo dell'iniziativa imprenditoriale.

Rischio Operativo

Rischio legato alla gestione dei lavori o dei servizi sul lato della domanda e/o sul lato dell'offerta o di entrambi. Si considera che l'operatore economico assuma il c.d. "rischio operativo" nel caso in cui, in condizioni operative normali non sia garantito il recupero degli investimenti effettuati o dei costi sostenuti per la gestione dei lavori o dei servizi oggetto della concessione

Rischio di Costruzione

Rischio legato al ritardo nei tempi di consegna, al non rispetto degli standard di progetto, all'aumento dei costi, a inconvenienti di tipo tecnico nell'opera e al mancato completamento dell'opera

Rischio di disponibilità

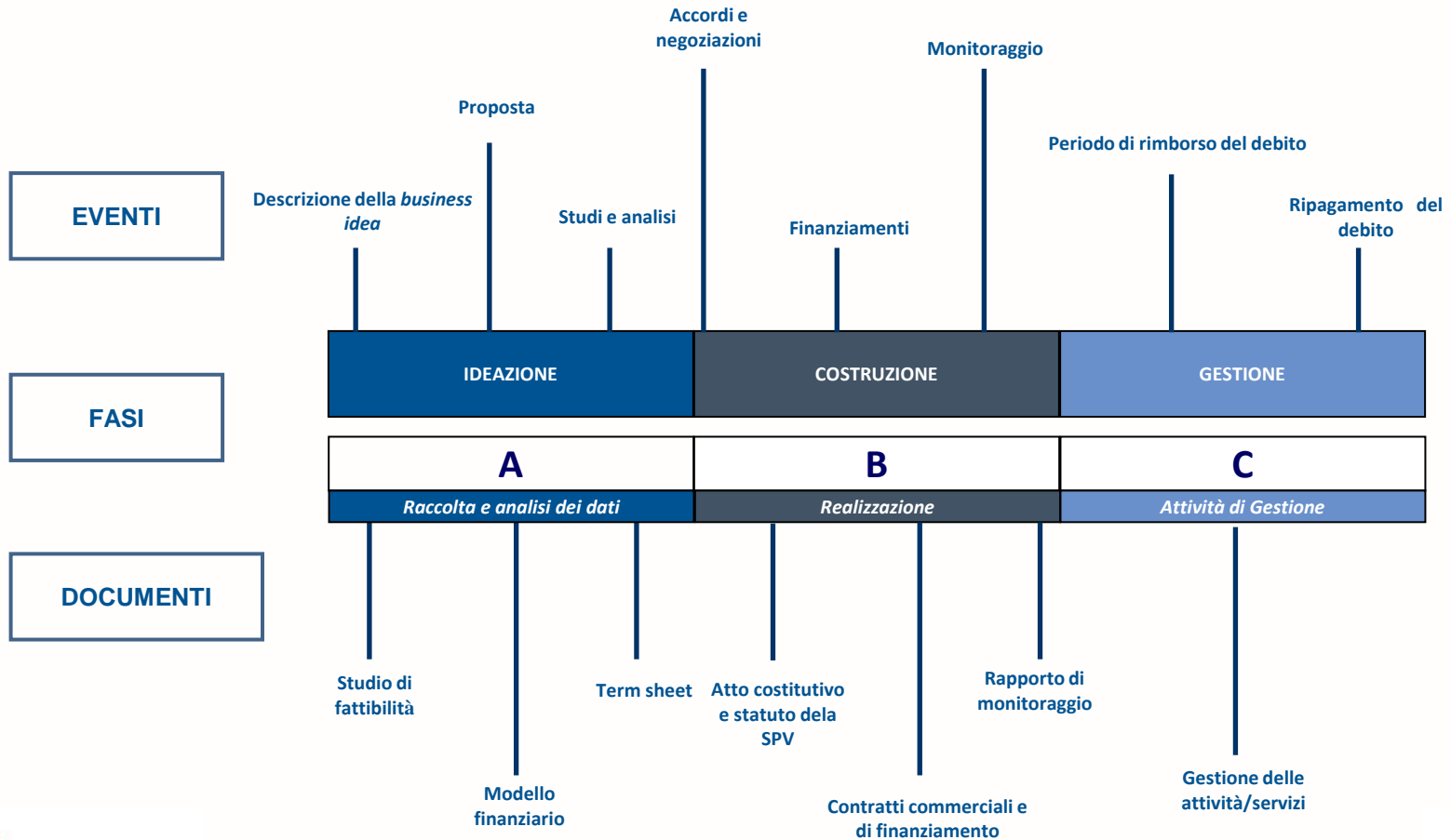
Il rischio legato alla capacità, da parte del concessionario, di erogare le prestazioni contrattuali pattuite, sia per volume che per standard di qualità previsti

Rischio di domanda

Il rischio legato ai diversi volumi di domanda del servizio che il concessionario deve soddisfare, ovvero il rischio legato alla mancanza di utenza (e quindi di flussi di cassa).

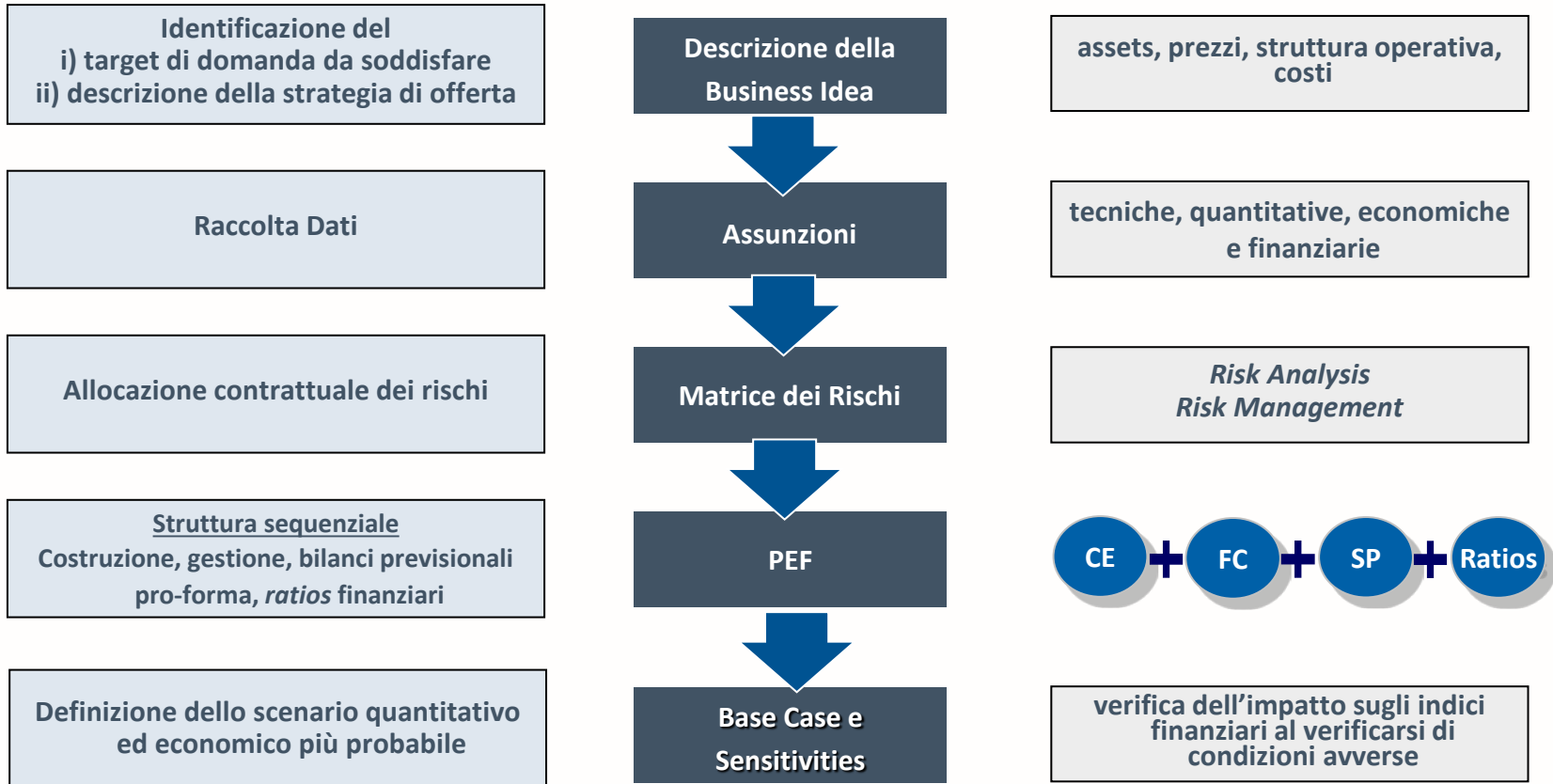
PPP e Project Finance

Le fasi di strutturazione di un'operazione



PPP e Project Finance:

La fase di ideazione - dalla business idea al PEF



PPP e Project Finance

Come si finanzia una infrastruttura in PPP

- ❖ Finanziamento Senior
- ❖ Finanziamento Stand by
- ❖ Finanziamento Ponte
- ❖ Finanziamento IVA
- ❖ Working Capital Facility
- ❖ Obbligazioni
- ❖ Finanziamento CdP
- ❖ Finanziamento BEI

D
E
B
I
T
O



E
Q
U
I
T
Y

- ❖ Capitale proprio
- ❖ Prestito Subordinato
- ❖ Mezzanine finance
- ❖ Infrastructure Equity Fund

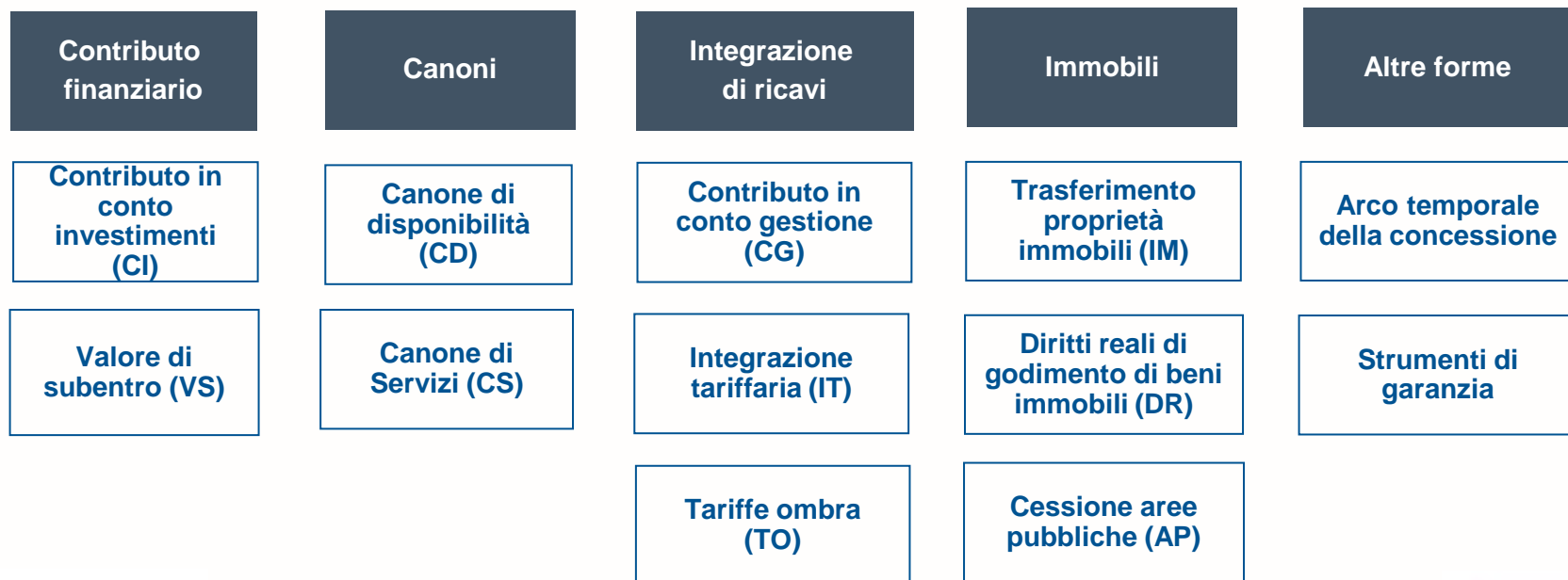
Contribuzione Pubblica



PPP e Project Finance

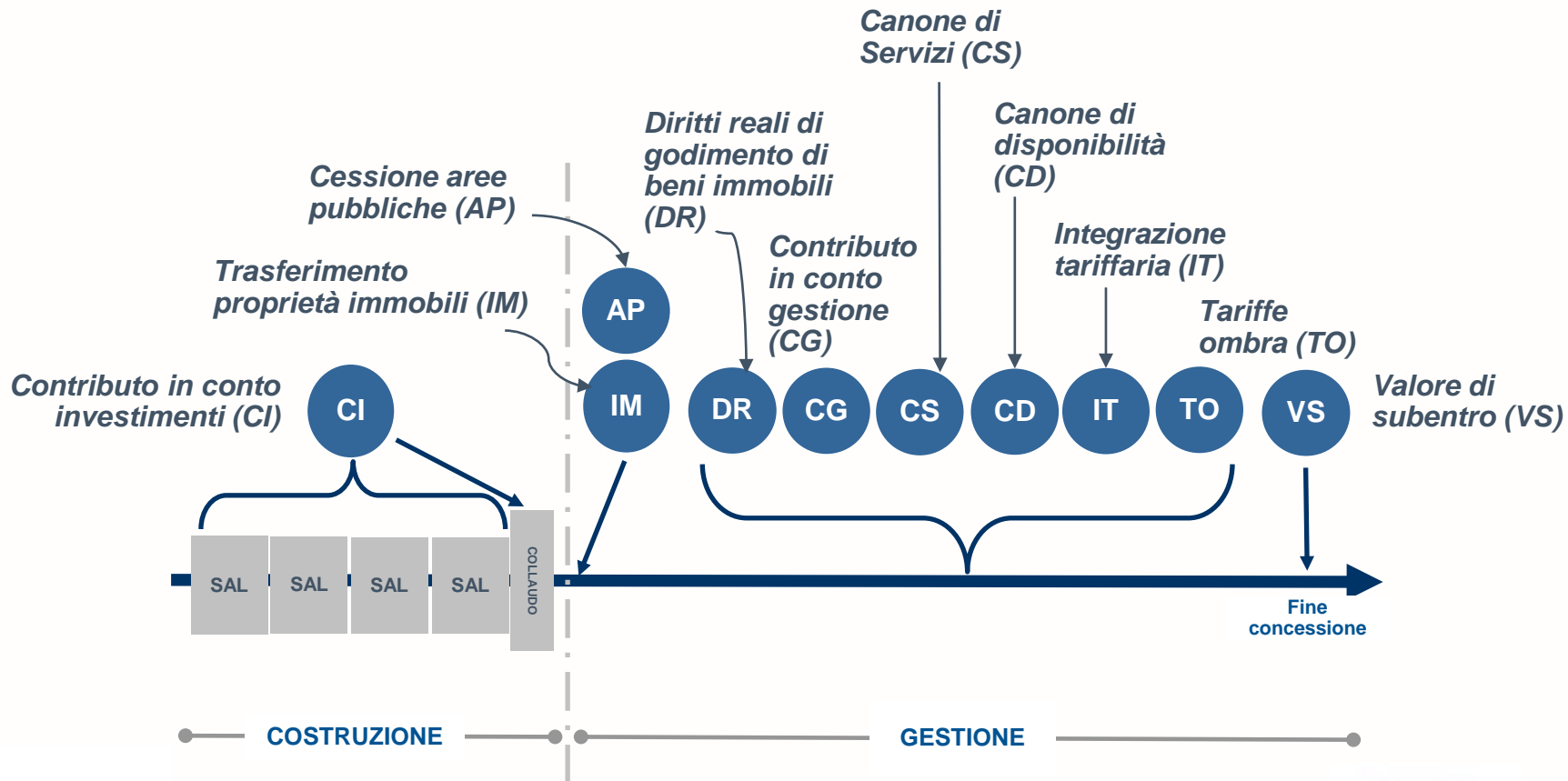
Forme di contribuzione pubblica

Forme di contribuzione pubblica



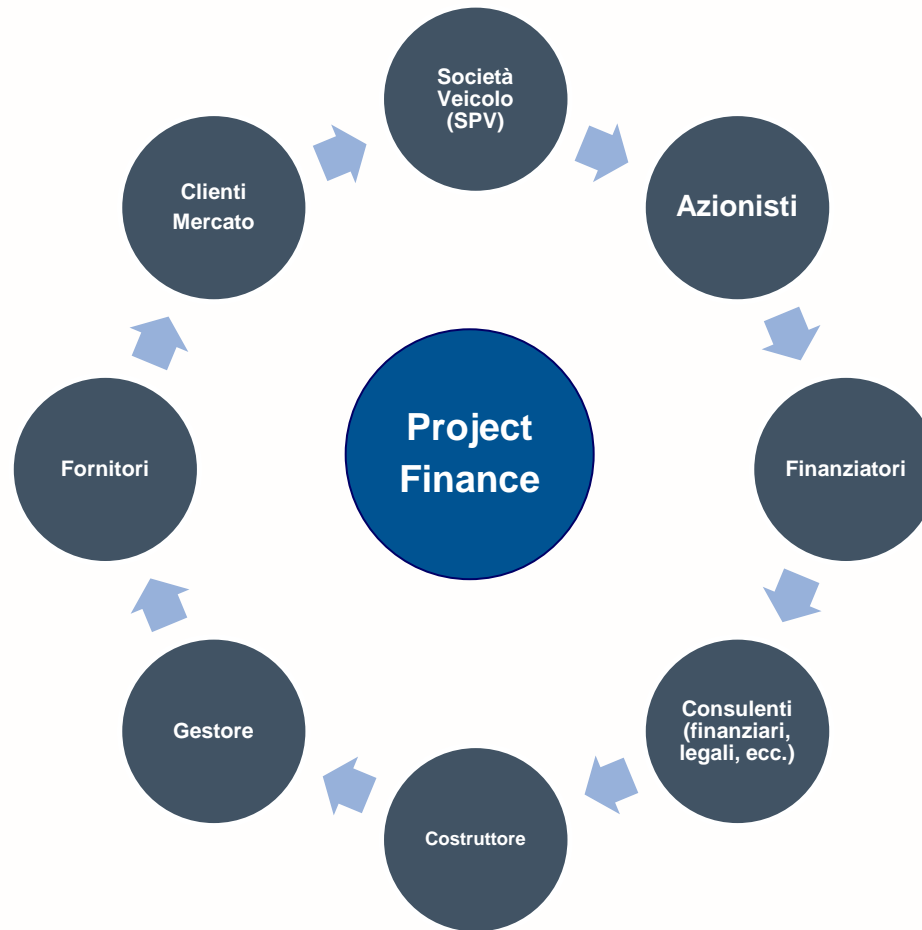
PPP e Project Finance

Contributo Pubblico: tempistica di erogazione



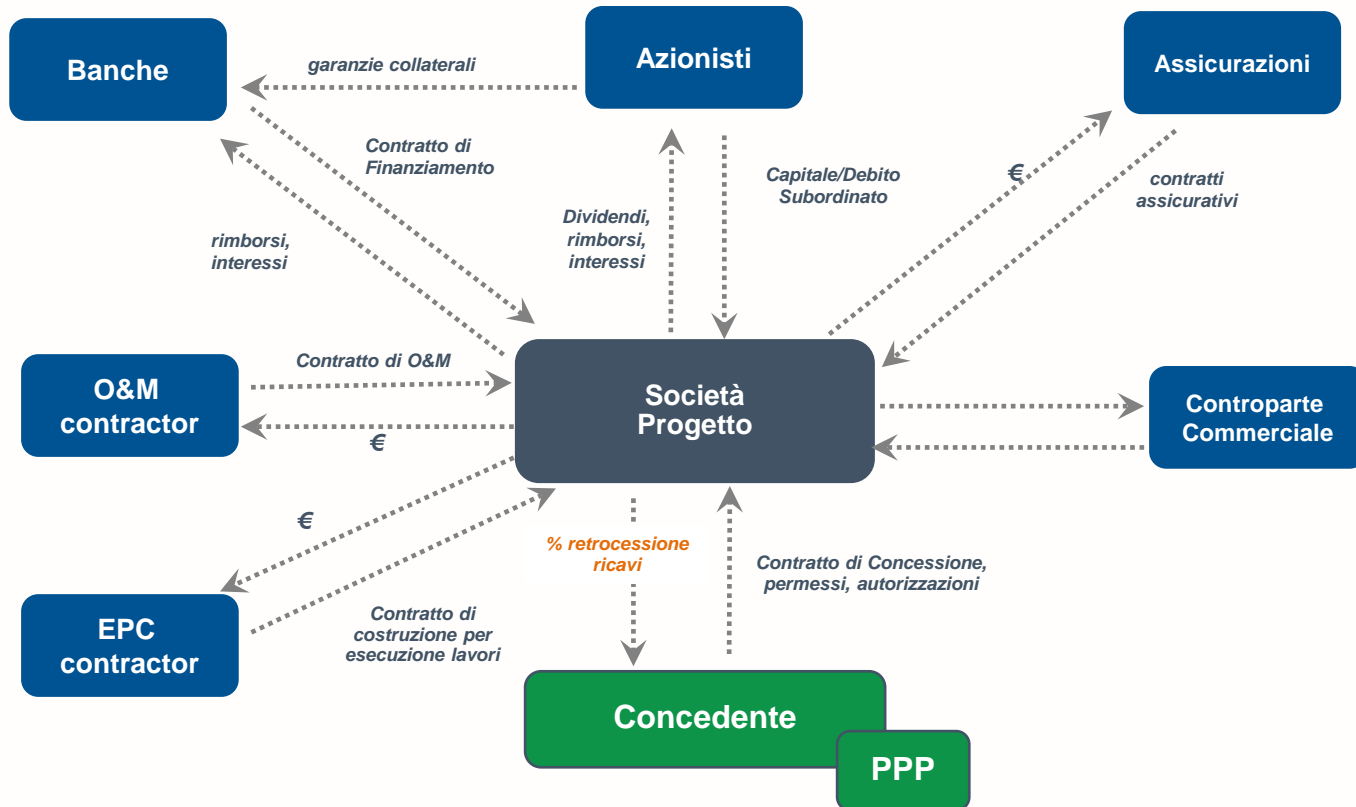
PPP e Project Finance

Soggetti Coinvolti



PPP e Project Finance

Schema di Funzionamento: soggetti coinvolti e relazioni contrattuali



Partenariato Pubblico Privato

Vantaggi e criticità del PPP

Vantaggi

- L'istituto del PPP è suggerito quando il ricorso a capitali e risorse private può comportare benefici per la pubblica amministrazione e per gli utenti finali dei servizi.
- Il ricorso al PPP può consentire di superare i vincoli sulla spesa pubblica e sui saldi di bilancio derivanti dall'adesione all'Unione monetaria (estesi a livello locale).
- Migliora l'efficienza nella realizzazione dei progetti (rispetto dei tempi e dei budget)
- Migliora il rapporto Qualità/Prezzo e riduzione della spesa (riduzione dei costi complessivi di realizzazione e gestione dell'infrastruttura e incremento dell'efficienza, dell'efficacia e della qualità dei servizi erogati)
- Riduce la pressione iniziale sul bilancio pubblico e ripartendo la spesa lungo tutta la durata del progetto
- Rende maggiormente coerente il legame tra fonti e impieghi
- Migliora la trasparenza nelle procedure di assegnazione e realizzazione dei progetti
- Maggiore attenzione ai rischi di progetto, con la possibilità di trasferire, in modo trasparente, proporzionato e mirato, parte dei rischi del progetto al settore privato

Criticità / Punti di attenzione

- Complessità del coordinamento tra i vari soggetti coinvolti nell'operazione di PPP.
- Allungamento dei tempi di avvio dell'iniziativa per il fatto che in una operazione di PPP concorrono numerosi soggetti aventi competenze, ruoli ed aspettative differenti che vanno conciliate. Il PPP non è un processo rapido e spesso i privati si trovano di fronte a cambiamenti di rotta della PA che rendono incerto e rischioso il loro operare.
- Costi legati alla strutturazione delle operazioni (inclusi i costi finanziari)
- Rigidità delle strutture contrattuali
- Eccessiva fiducia nelle capacità risolutive del PPP, come alternativa alla carenza di risorse pubbliche disponibili;
- Assenza di preliminari verifiche sulla reale convenienza del ricorso al PPP in termini di ottimizzazione dei costi per la pubblica amministrazione.
- Eccessiva burocrazia che non offre certezza sui tempi
- Classe imprenditoriale non sempre preparata a passare dal modello «costruire e vendere», a quello di «ideare e gestire». Il PPP è un nuovo modo di stare sul mercato e di programmare le redditività, un nuovo modo rispetto al quale anche l'impresa deve crescere culturalmente e organizzativamente.

INDICE



PPP e Project Finance: elementi generali



L'analisi finanziaria: PEF, Equilibrio, Indici

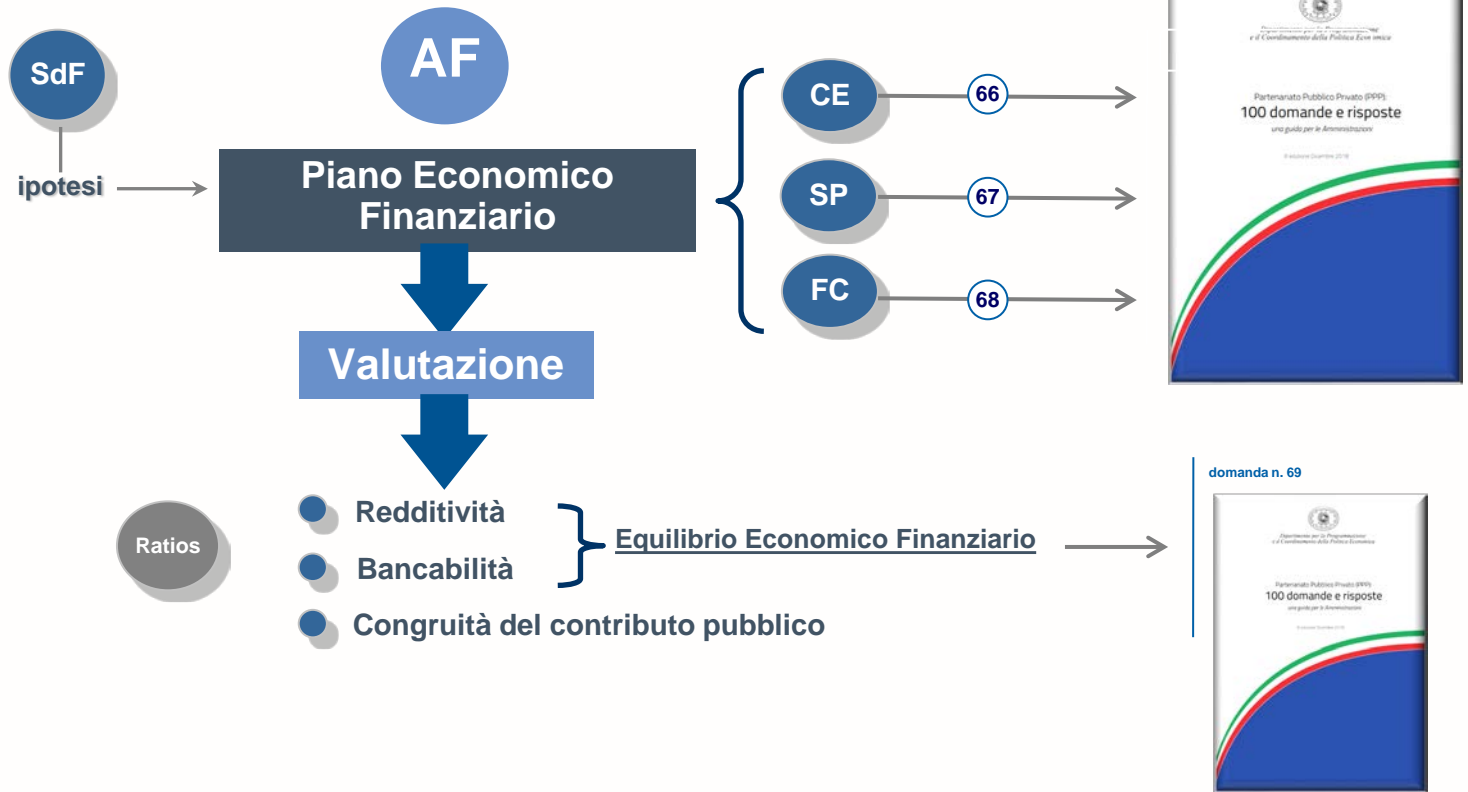


Un case study

L'analisi finanziaria

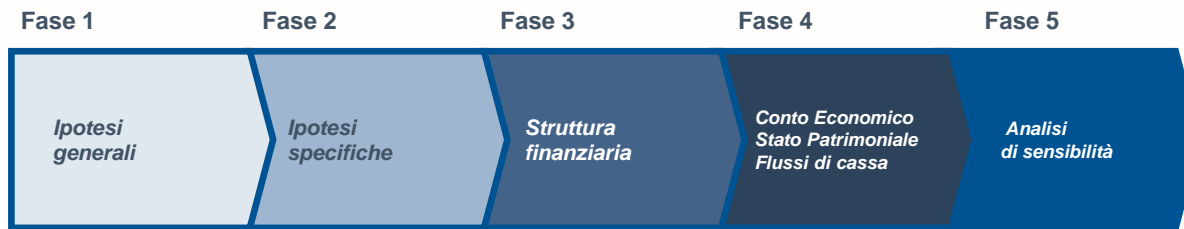
Analisi e valutazione finanziaria

- ...Capex
- Opex
- Timing...



L'analisi finanziaria:

Il Piano Economico Finanziario



FONTI

- ✓ Capitale proprio
- ✓ Capitale di debito



IMPIEGHI

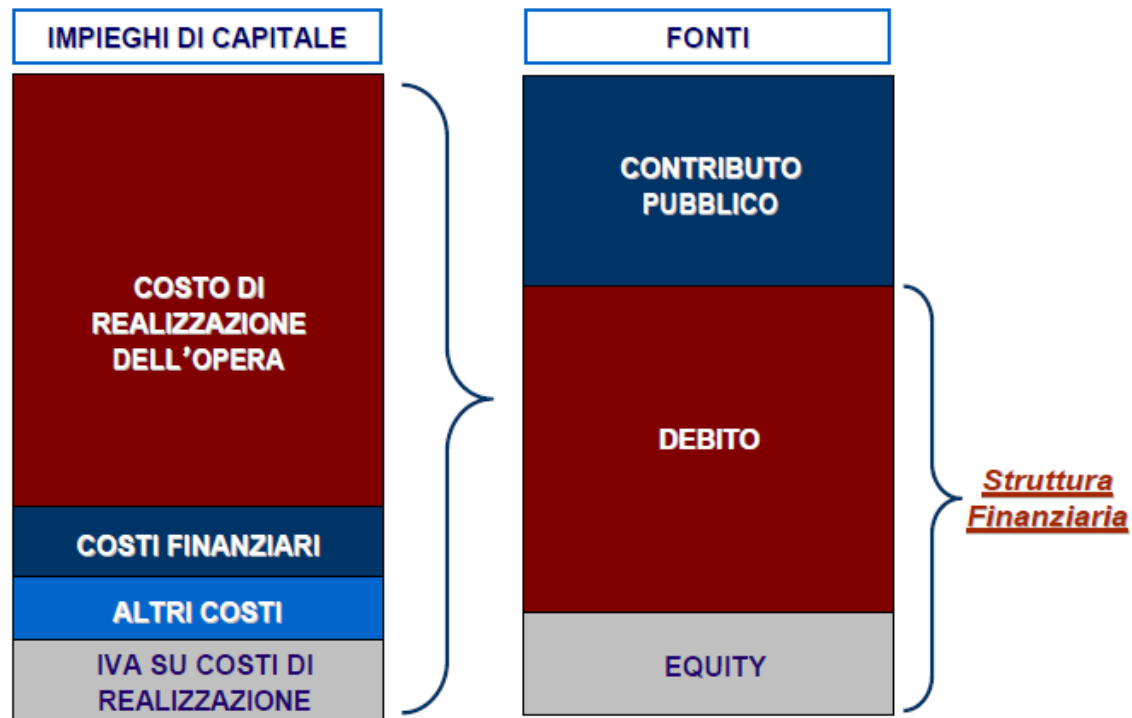
- ✓ Investimenti
- ✓ Commissioni
- ✓ Interessi durante la costruzione

Altri elementi

- inizio della costruzione
- tipologia dei pagamenti
- inizio dei ricavi di gestione
- modalità di corresponsione del contributo
- (...)

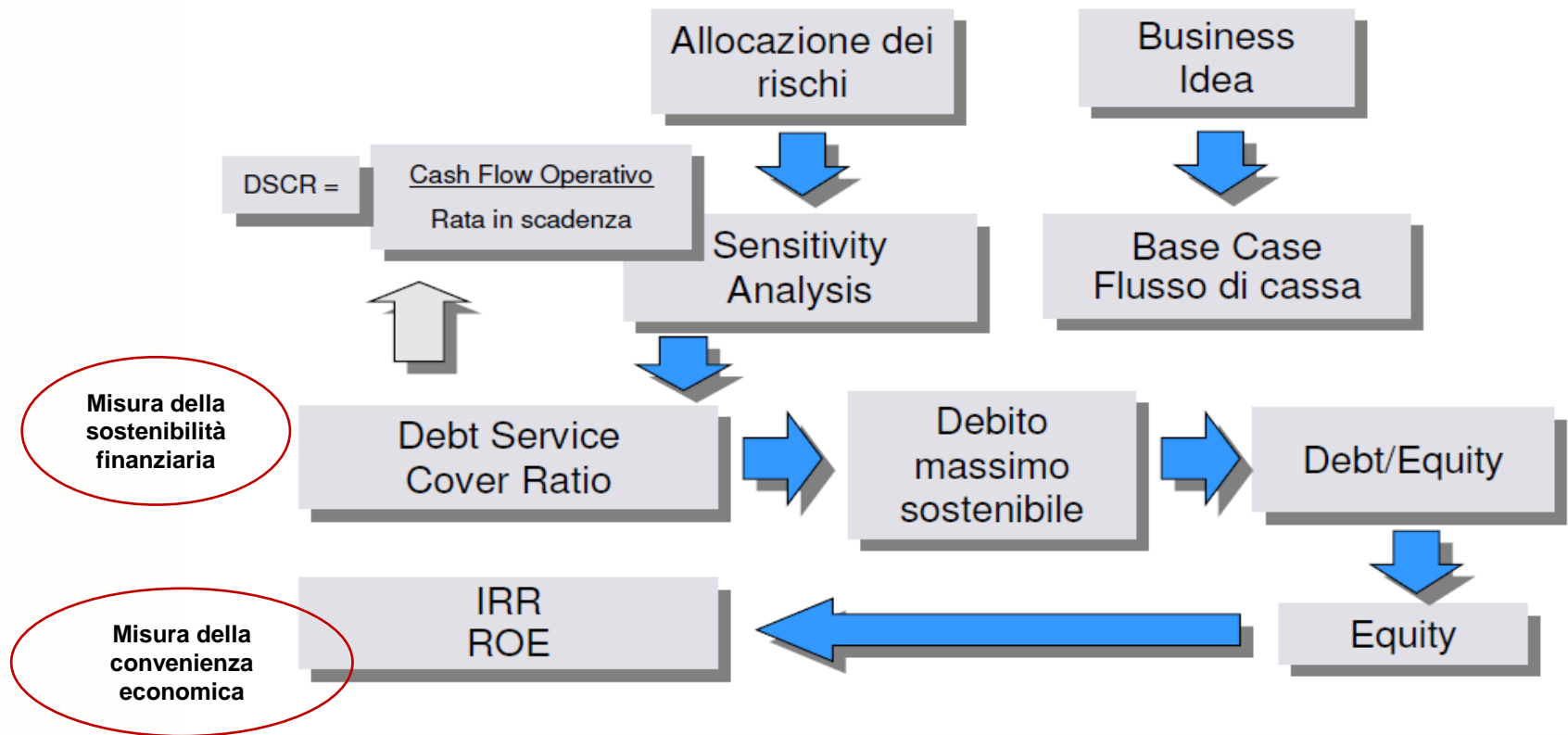
L'analisi finanziaria:

Fonte - Impieghi



L'analisi finanziaria:

Il modello di bancabilità

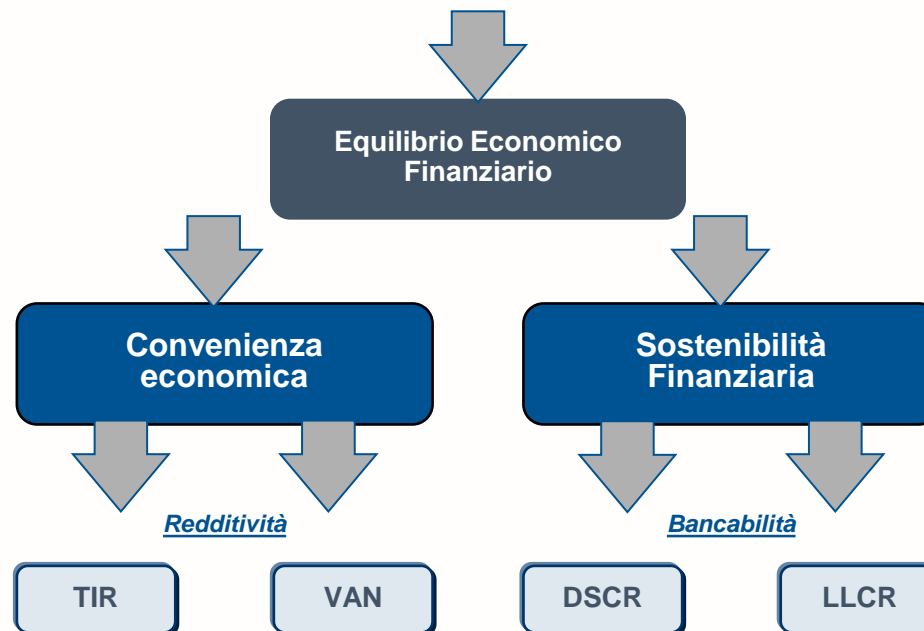


L'analisi finanziaria

L'equilibrio economico finanziario

Art.3 comma 1 let. fff Dlgs 50/16

«**equilibrio economico e finanziario**», la contemporanea presenza delle condizioni di **convenienza economica** e **sostenibilità finanziaria**. Per convenienza economica si intende la **capacità del progetto di creare valore nell'arco dell'efficacia del contratto e di generare un livello di redditività adeguato per il capitale investito**; per sostenibilità finanziaria si intende la **capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso del finanziamento**.



L'analisi finanziaria:

Convenienza economica e redditività

Convenienza economica

Capacità del Progetto di:

- i. Creare valore;*
- ii. Generare un livello di redditività per il capitale investito adeguato rispetto alle aspettative dell'investitore privato ed alla possibilità di attivare finanziamenti strutturati in project financing*

La redditività viene valutata sia per il Progetto sia per gli Azionisti attraverso l'analisi dei seguenti indicatori:

- i. Tasso Interno di Rendimento (TIR)*
- ii. Valore Attuale netto (VAN)*

L'analisi finanziaria

Indici di redditività - Tasso Interno di Rendimento (TIR)

Tasso Interno di Rendimento

Il TIR esprime, in termini percentuali, la redditività di un investimento sulla base di una serie di esborsi iniziali e di successivi flussi positivi. E', pertanto, il tasso di attualizzazione che rende nulla la somma algebrica dei flussi di cassa in un dato periodo ed eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa attesi nel tempo al valore delle attività che li genera.

$$\sum_{t=0}^n \frac{CF_t^-}{(1+TIR)^t} + \sum_{t=0}^n \frac{CF_t^+}{(1+TIR)^t} = 0$$

n = numero di periodi di tempo *t* considerati

CF⁻ = flussi di cassa negativi

CF⁺ = flussi di cassa positivi

TIR = tasso interno di rendimento da ricercare

Il **TIR di progetto** esprime in termini percentuali la redditività dei flussi di cassa associati al Progetto e tiene in considerazione la distribuzione temporale dei seguenti flussi di cassa: i) flusso di cassa operativo, ii) flusso degli investimenti netti ii) flusso generato dall'IVA sugli investimenti.

Il **TIR dell'Azionista** esprime in termini percentuali la redditività dei flussi di cassa associati agli Azionisti e tiene in considerazione la distribuzione temporale dei seguenti flussi di cassa: i) flusso relativo agli esborsi di capitale proprio e di prestito soci, ii) flusso interessi e rimborso quota capitale relativo al prestito soci, iii) flusso dei dividendi, iv) flusso della tesoreria finale.

L'analisi finanziaria:

Indici di redditività - Valore Attuale Netto (VAN)

Valore Attuale Netto

Il VAN è un indicatore finanziario che fornisce un' indicazione, in termini monetari, del valore creato o distrutto dal progetto all'istante della valutazione.

La proposta di accettazione o di rifiuto di un progetto di investimento, in base a tale indicatore, consiste nell'accettare tutte le proposte il cui VAN sia maggiore o uguale a zero, e nel rifiutare le proposte con VAN negativo.

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t^-}{(1+i)^t} + \sum_{t=0}^n \frac{CF_t^+}{(1+i)^t}$$

n = numero di periodi di tempo *t* considerati

CF⁻ = flussi di cassa negativi

CF⁺ = flussi di cassa positivi

i = tasso di attualizzazione

Se il valore del VAN è positivo, significa che si prevede un rendimento superiore al tasso di attualizzazione utilizzato e pertanto l'investimento è in grado di generare ritorni (i.e. flussi monetari) superiori alle risorse impiegate nel progetto (i.e. capitale investito) e viceversa.

L'analisi finanziaria:

Tassi di sconto - WACC & Cost of Equity (Ke)

Weighted Avg. Cost of Capital

- i. Costo medio ponderato del capitale

$$WACC = Ke \frac{E}{E + D} + Kd \frac{D}{E + D} (1 - T)$$

Ke = Costo dell'equity

Kd = Costo del debito

E; D = Equity e Debito

(1 - T) = «Beneficio fiscale» deducibilità interessi

- ii. Rappresenta una media ponderata tra il costo del debito al netto dell'imposizione fiscale e il costo del capitale proprio, pesati per la rispettiva percentuale di incidenza rispetto all'intera strutturale del capitale, quindi il costo di remunerazione del capitale da inserire nel PEF
- iii. Salvo analisi più dettagliate, il VAN di progetto è calcolato scontando i flussi di cassa c.d. **unlevered** (flussi di cassa prima delle conseguenze fiscali dovute all'indebitamento) al WACC

Cost of Equity (Ke)

- i. Rendimento atteso del capitale di rischio

$$Ke = \beta [E(Rm) - Rf] + Rf$$

B = Beta o coefficiente di rischio sistematico

E(Rm) = Rendimento atteso del mercato azionario

[E(Rm) - Rf] = Equity risk premium

Rf = Risk free rate

- ii. Il costo del capitale proprio (Ke) equivale secondo la teoria del Capital asset pricing model (CAPM) al «tasso di rendimento del capitale proprio» e rappresenta il tasso di rendimento minimo atteso dagli azionisti al fine di remunerare i fondi impegnati
- ii. Salvo analisi più dettagliate, il VAN degli azionisti è calcolato scontando i flussi di cassa disponibili per gli azionisti al Ke

L'analisi finanziaria:

Sostenibilità Finanziaria / Bancabilità

Sostenibilità Finanziaria

Capacità del Progetto di generare **flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti attivati, compatibilmente con una adeguata remunerazione degli investitori privati** coinvolti nella realizzazione e nella gestione dell'iniziativa (c.d. azionisti della società di progetto).

La Bancabilità viene misurata attraverso l'utilizzo dei seguenti indicatori:

- i. Debt Service Cover Ratio*
- ii. Loan Life Cover Ratio*

L'analisi finanziaria:

Indici di bancabilità - DSCR & LLCR

Debt Service Cover Ratio

i. Indice di servizio uniperiodale del debito

$$DSCR = \frac{CF_t}{K_t + I_t}$$

CF = flussi di cassa operativo nell'anno t-esimo

K_t = quota capitale da rimborsare nell'anno t-esimo

I_t = quota interessi da ripagare nell'esercizio t-esimo

- ii. Per ciascuno degli anni della fase operativa di gestione del progetto è pari al rapporto tra il flusso di cassa operativo ed il servizio del debito inteso come quota capitale + quota interessi
- iii. E' un indice istantaneo in quanto verifica la capacità del progetto di rimborsare la rata di debito relativa all'anno corrente
- iv. I livelli imposti di *ratio* dipendono dal profilo di rischio del progetto (maggiore è il rischio, più alto è il livello richiesto);

Loan Life cover ratio

i. Indice del servizio del debito calcolato sulla durata residua del debito

$$LLCR = \frac{\sum_{t=s}^{s+m} \frac{CF_t}{(1+i)^t} + R}{D_t}$$

s = periodo di valutazione

s + m = ultimo periodo di rimborso del debito

CF = flusso di cassa per il servizio del debito

D_t = debito residuo (*outstanding*)

i = tasso di attualizzazione flussi di cassa

R = riserva a servizio del debito

- ii. Rappresenta il quoziente tra (1) la somma attualizzata al tasso di interesse del debito, dei flussi di cassa operativi tra l'istante di valutazione (s) e l'ultimo anno per il quale è previsto il rimborso del debito (s+n) incrementata della riserva di cassa per il servizio del debito e (2) il debito residuo O allo stesso istante (s) di valutazione
- iii. E' un indice dinamico in quanto tiene conto dell'andamento dei flussi di cassa operativi disponibili per il servizio del debito per tutta la durata residua del debito

L'analisi finanziaria:

I Flussi di Cassa (1/3)

(+) Ricavi Totali	
(-) Costi Operativi totali	
<hr/>	
(+/-) MARGINE OPERATIVO LORDO	
(-) IRES	
(-) IRAP	
(-) Altre imposte	
<hr/>	
(+/-) FLUSSO DI CASSA ECONOMICO	
+ / (-) Variazione CCN	
+ / (-) Rettifiche per utilizzo riserva di cassa manutenzione straordinaria	
<hr/>	
(+/-) FLUSSO DI CASSA ANTE INVESTIMENTI	
(-) Investimenti	
* <i>Investimenti tipo (A)</i>	
* <i>Investimenti tipo (B)</i>	
* <i>Investimenti tipo (C)</i>	
* <i>Investimenti tipo (...)</i>	
(+) Contributi pubblici	
(-) IVA su investimenti	
(+) Rimborso IVA su investimenti	
<hr/>	
(+/-) FLUSSO DI CASSA OPERATIVO	

TIR p

VAN p

L'analisi finanziaria:

I Flussi di Cassa (2/3)

(+/-) FLUSSO DI CASSA OPERATIVO

Erogazioni

- (+) Finanziamenti Senior
- (+) Finanziamento IVA
- (+) Capitale sociale

(+/-) FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER IL DEBITO

- (-) Rimborso Senior Debt
- (-) Rimborso Finanziamento IVA
- (-) Interessi passivi su Senior Debt
- (-) Interessi passivi su VAT Facility
- (-) Commissioni up front
- (-) Commissioni gestione debito
- (-) Commissioni commitment
- (-) Interessi attivi/(passivi) su tesoreria

(+/-) FLUSSO DI CASSA PER DSRA



LLCR

DSCR

L'analisi finanziaria:

I Flussi di Cassa (3/3)

(+/-) FLUSSO DI CASSA PER DSRA

+ / (-) Flusso di cassa generato/assorbito dalla DSRA

(+/-) FLUSSO DI CASSA PER RISERVA MAN. STR.

+ / (-) Flusso di cassa generato/assorbito dalla riserva manut. Straordinaria

(+/-) FLUSSO DI CASSA PER DISTRIBUZIONI

(-) Pagamento Interessi su Prestiti Subordinati

(-) Rimborso Prestiti Subordinati dei Soci

(-) Distribuzione di dividendi

(+/-) FLUSSO DI CASSA NETTO GENERATO



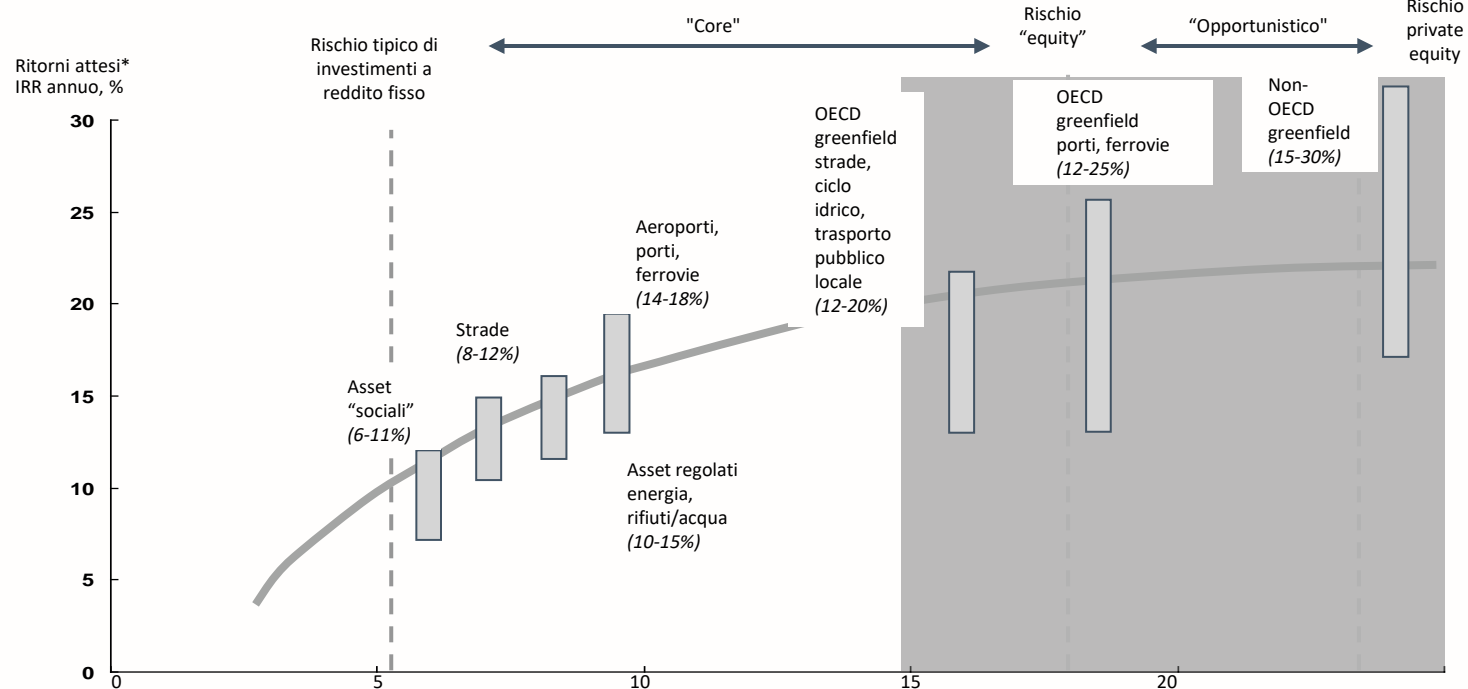
TIR az

VAN az

L'analisi finanziaria:

Rendimenti attesi dagli investimenti nelle infrastrutture

Trade-off rendimento-rischio



* Basato su migliori attese di levered IRR

** Volatilità annua basata sulle performance passate di fondi trattati su mercati pubblici

Fonti: JP Morgan; Deutsche Bank; Macquarie, McKinsey

L'analisi finanziaria:

DSCR e LLCR nei diversi ambiti di intervento del PF

	DSCR	LLCR
Energia tradizionale (Impianti merchant)	2,0x – 2,3x	2,2x – 2,8x
Energia tradizionale (con tolling agreements)	1,4x – 1,7x	1,5x – 1,8x
Energia Rinnovabile	1,3x – 1,5x	1,4x – 1,6x
Trasporti / Shipping	1,4x – 1,7x	1,5x – 1,8x
Telecom	1,4x – 1,7x	1,5x – 1,8x
Acqua	1,3x – 1,5x	1,4x – 1,6x
Waste to Energy	1,4x – 1,6x	1,6x – 1,8x
PPP (Sanità / Edilizia Civile / Altro)	1,3x – 1,4x	1,4x – 1,5x

Il livello dei Cover Ratios dipende dalla rischiosità del progetto e quindi dalla modalità con cui i flussi di cassa sono stati “blindati” per assicurarne la prevedibilità / stabilità nel tempo

L'analisi finanziaria:

Verifiche di bancabilità e criteri di valutazione

- **Test Economico / Finanziario:**

Il Cash-flow del progetto sarà sufficiente a coprire il servizio del debito e a remunerare adeguatamente il capitale investito?

- **Test Tecnico:**

Il progetto è tecnicamente realizzabile?

Il progetto è in grado di produrre secondo i rendimenti attesi?

- **Analisi e Gestione dei Rischi:**

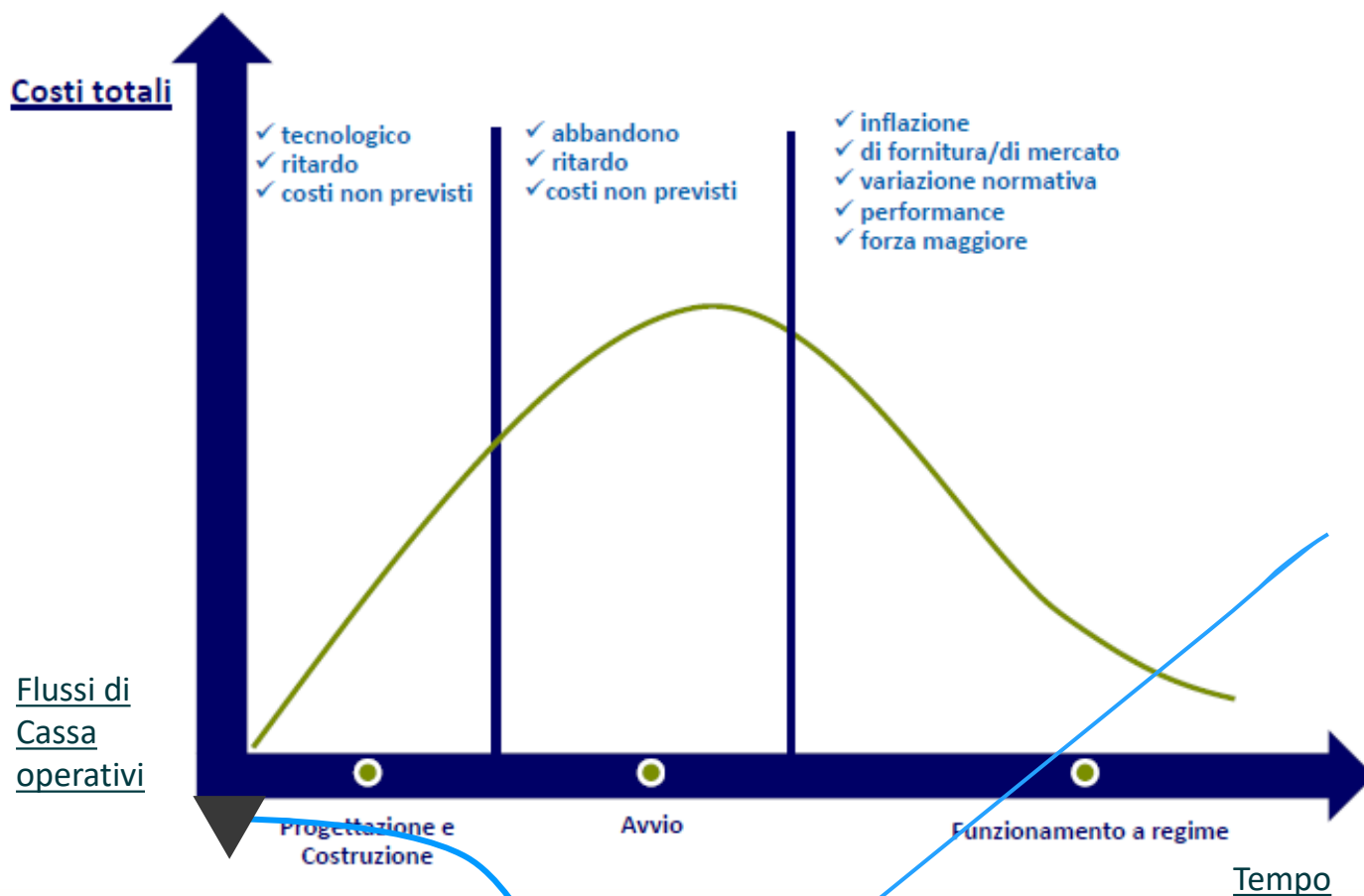
Tutti i rischi del progetto sono stati identificati? Sono stati allocati/ gestiti/ mitigati tra le varie controparti?

- **Analisi di Sensitività:**

Il Progetto è sufficientemente robusto alle variazioni dei suoi principali parametri chiave (Ricavi, costi, inflazione, tasse, capitale proprio, debito, contributi, durata della costruzione, vita utile del progetto) in scenari di stress?

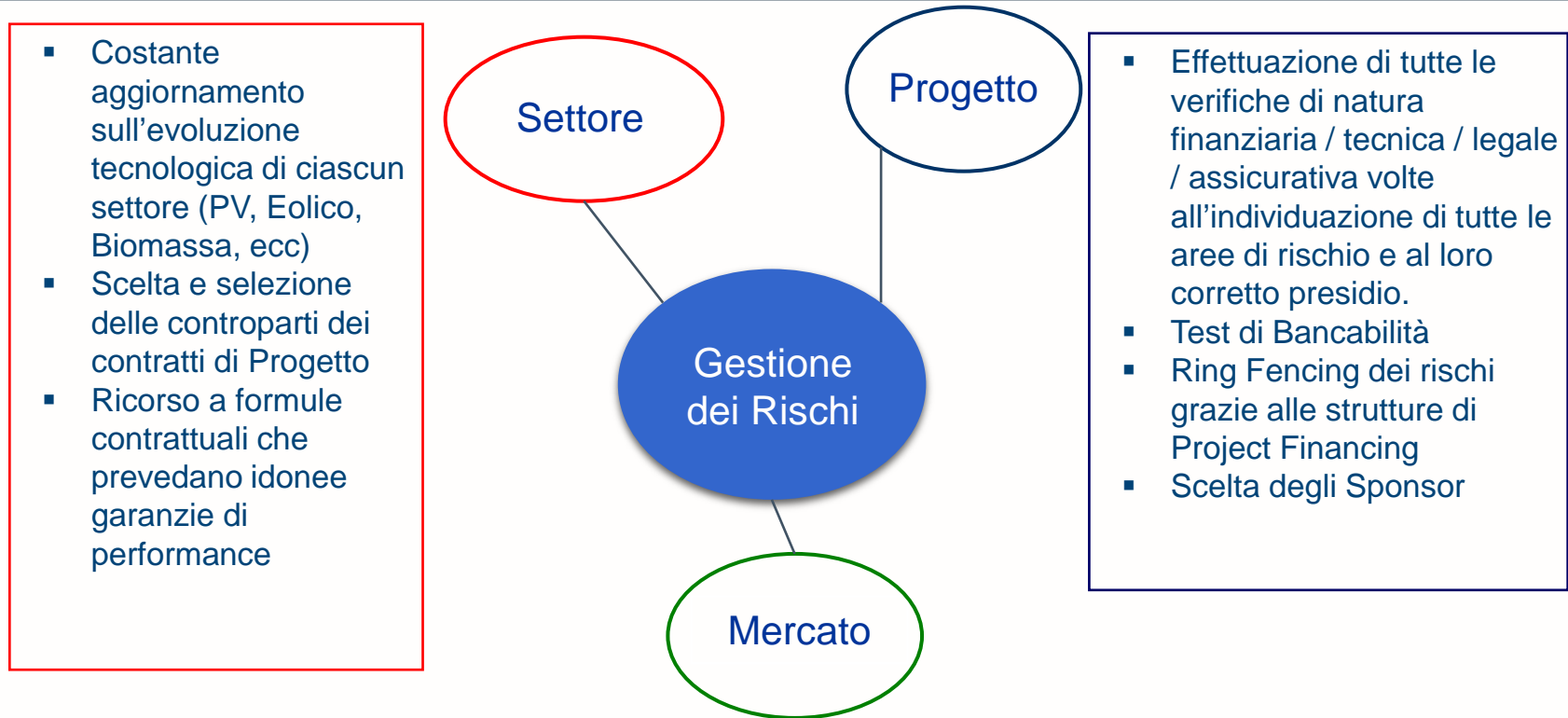
L'analisi finanziaria:

Rischi vs Flussi di Cassa



Analisi Finanziaria:

Aree macro da presidiare nella Gestione dei Rischi



Analisi Finanziaria:

Processo di Risk Management



Analisi Finanziaria:

Analisi dei rischi (1/3)

Categorie di Rischio	Descrizione	Conseguenze
Rischio Autorizzativo	E' il rischio che il progetto non riceva l'approvazione (da parte dei soggetti pubblici o della collettività), necessaria per procedere alla realizzazione	<ul style="list-style-type: none">• Necessità di prevedere soluzioni alternative• Ritardi nella realizzazione• Contenziosi
Rischio Costruzione	E' il rischio che la costruzione non sia terminata in tempo o con il budget previsto	<ul style="list-style-type: none">• Incremento dei costi• Ritardi nella realizzazione
Rischio di Domanda	E' il rischio che la domanda sia inferiore alle previsioni	<ul style="list-style-type: none">• Riduzione dei ricavi
Rischi di progettazione	E' il rischio che siano necessari interventi di modifica e riprogettazione	<ul style="list-style-type: none">• Costi di nuova progettazione

Analisi Finanziaria:

Analisi dei rischi (2/3)

Categorie di Rischio	Descrizione	Conseguenze
Rischio ambientale	E' il rischio che il progetto possa avere un impatto ambientale negativo che influenza i costi Cambio (sfavorevole) nella legislazione ambientale	<ul style="list-style-type: none">• Costi aggiuntivi per tutela o risanamento ambientale
Rischio finanziario	E' il rischio di una struttura finanziaria inadeguata Cambio sfavorevole nei tassi di interesse	<ul style="list-style-type: none">• Incremento dei costi
Forza Maggiore	E' il rischio di eventi imprevedibili e disastri naturali	<ul style="list-style-type: none">• Incremento dei costi
Rischi operativi	E' il rischio che le operazioni giornaliere comportino maggiori costi rispetto al budget	<ul style="list-style-type: none">• Incremento dei costi

Analisi Finanziaria:

Analisi dei rischi (3/3)

Categorie di Rischio	Descrizione	Conseguenze
Rischio di performance	E' il rischio che la qualità del servizio sia inferiore alle previsioni	<ul style="list-style-type: none">Costo del fallimento nel rispetto degli standard fissati
Cambiamenti legislativi	E' il rischio che la normativa cambi in modo sfavorevole	<ul style="list-style-type: none">Costo di adattamento o azione contro la nuova normativa
Valore residuale (o di subentro)	E' il rischio di restituzione di un bene di valore inferiore alle attese	<ul style="list-style-type: none">Valore più basso delle attese
Rischio tecnologico	E' il rischio che la tecnologia sia sorpassata e il progetto non possa soddisfare le nuove specifiche	<ul style="list-style-type: none">Costi aggiuntivi per rimpiazzo vecchie tecnologie

L'analisi finanziaria:




Analisi di Sensività



● = *parametro fisso*

○ = *parametro variabile*

INDICE

	<i>PPP e Project Finance: elementi generali</i>
	<i>L'analisi finanziaria: PEF, Equilibrio, Indici</i>
	Un case study

Case Study di un'operazione di Partenariato Pubblico Privato

Il Caso «BIOLAB»
(Progettazione, costruzione e gestione di un laboratorio analisi presso una
struttura ospedaliera)

Case Study

Executive Summary

La Società di Progetto “BIOLAB” srl ha sottoscritto con l’Azienda Sanitaria Locale (“ASL”), la concessione per la progettazione esecutiva, la costruzione e la gestione di servizi tecnici/manutentivi relativi:

- i) al nuovo laboratorio di analisi presso l’edificio “Palazzina”;
- ii) alla ristrutturazione di una parte dell’edificio “Ala Sud”;
- iii) alla riqualificazione delle facciate della palazzina di Medicina.

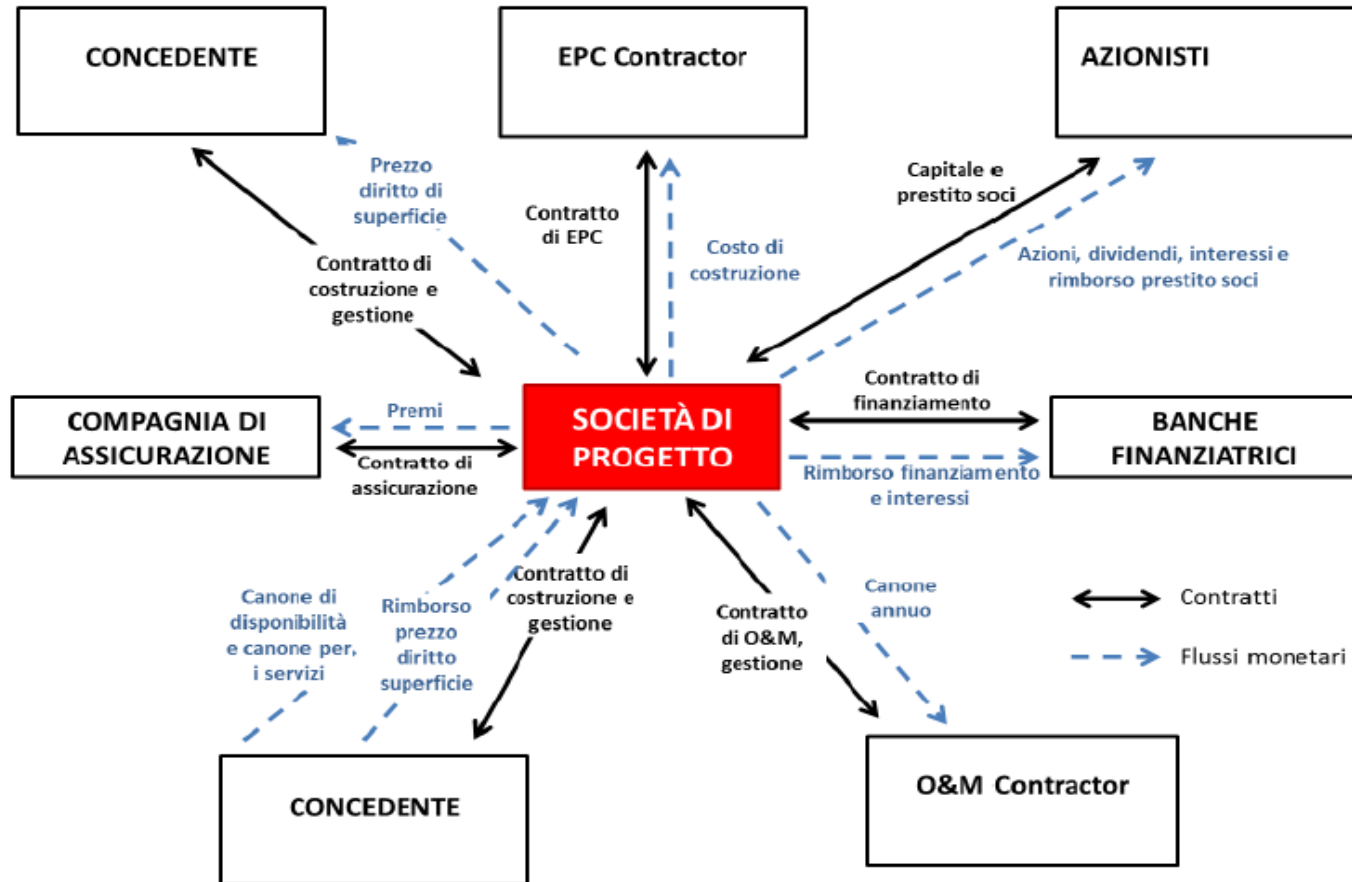
Soggetto concedente è la ASL che fa capo alla Regione. Il Concedente riconoscerà al Concessionario, a fronte degli investimenti e delle attività di gestione, canoni di disponibilità periodici ed omnicomprensivi, non soggetti a rischio mercato/volume.

La disponibilità finanziaria di ASL per far fronte al pagamento dei canoni è assicurata mediante l’impegno a iscriverne nel proprio bilancio di previsione, per tutta la durata della Convenzione, le somme occorrenti per l’effettuazione dei pagamenti.

La Convenzione è stata stipulata nel 2013 tra il Promotore SpA e il Concedente; al Promotore è subentrata la Società di Scopo BIOLAB, appositamente costituita, nel gennaio 2014. La concessione ha durata 11,5 anni ca.. Sponsor è una Società finanziaria facente capo a Istituzioni Finanziarie. Socio di minoranza è un gruppo industriale GIN, che è stato il promotore dell’iniziativa e che si occupa delle fasi di costruzione e gestione del Progetto. Il gruppo GIN presenta solido track record nel settore della sanità in Italia, ma sta passando alcune difficoltà finanziarie.

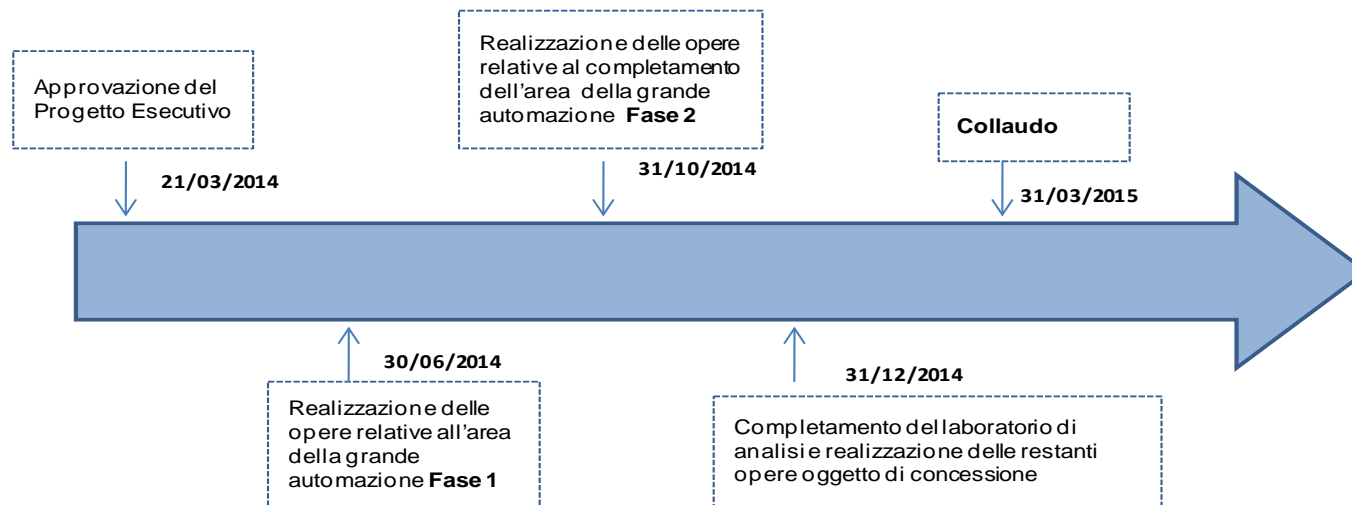
Case Study

Schema Contrattuale del Progetto



Case Study

Il cronoprogramma lavori



I tempi di
Concessione

DATE DI RIFERIMENTO

Durata della concessione (gg)	4252
Durata massima della gestione (gg)	3652
Durata costruzione inclusa progettazione (mesi)	16,17
Data inizio PEF	01/09/2013
Data apertura inizio lavori e apertura cantiere	01/09/2013
Consegna anticipata variante grande automazione	30/06/2014
Data chiusura cantiere	31/12/2014
Durata collaudo (mesi)	3
Fine collaudi	31/03/2015
Inizio operatività	01/04/2015
Fine della concessione	31/03/2025
Durata costruzione e collaudo	1,58
Durata gestione (anni)	10,00
Anno di riferimento prezzi	2015

Case Study

Fonti – Impieghi del Progetto

Totale Impieghi			Totale Fonti		
	€'000	%		€'000	%
Investimento tecnico			Equity	2.609,5	30,0%
opere, di cui:	5.441,5	57,2%	<i>di cui capitale sociale</i>	1.350,0	15,5%
<i>edili</i>	2.295,3	24,1%	<i>di cui debito sub.</i>	1.259,5	14,5%
<i>impianti meccanici</i>	1.276,0	13,4%			
<i>impianti elettrici</i>	1.870,1	19,7%			
arredi e apparecchiature di supporto	853,6	9,0%	Debito Senior	6.088,8	70,0%
oneri sicurezza	119,6	1,3%			
spese tecniche (progettazione, DL, collaudo)	715,3	7,5%			
Totale investimento tecnico	7.130,0	75,0%	Totale fonti al netto del contributo	8.698,3	100,0%
Investimenti accessori	205,4	2,2%	Contributo	140,0	1,5%
Varianti	756,0	7,9%	Autofinanziamento	671,3	7,1%
Interessi, oneri capitalizzati	405,0	4,3%			
Working capital	383,3	4,0%			
DSRA	530,0	5,6%			
Cassa iniziale	100,0	1,1%			
Totale Impieghi al netto dell'IVA	9.509,7	100,0%	Totale fonti al netto dell'IVA	9.509,7	
Fabbisogno IVA	852,0		Finanziamento IVA	852,0	
Costo complessivo del progetto	10.361,7		Totale fonti del progetto	10.361,7	

Case Study

La struttura del finanziamento

Finanziamento a MLT su basi project financing suddiviso in:

- i) linee di credito di cassa, per un importo complessivo max. di € 7,200 mln. (da suddividere a sua volta in Linea Base per € 6,1 mln., Linea Stand By per € 0,2 mln. e Linea IVA per € 0,9 mln.). Linea Base/Stand By: max. 9,5 anni; Linea IVA: max. 4,5 anni.
- ii) copertura finanziaria per mitigazione rischio tasso su Linea di credito Base.

Security Package del Finanziamento:

- i) Pegno sulle quote del Beneficiario, (diritto di voto in capo ai Soci salvo il caso di Eventi di Default);
- ii) Pegno sul saldo di tutti i Conti del Progetto ad eccezione del Conto Distribuzione;
- iii) Impegno a cedere/Cessione in garanzia dei crediti IVA;
- iv) cessione in garanzia dei (ovvero pegno sui) crediti vantati dal Beneficiario inerenti i Contratti di Progetto, crediti v/Soci, crediti verso il Concedente, inclusi i crediti per Indennizzo;
- v) Privilegio speciale sugli impianti, macchinari ed attrezzature ex art. 46 D.Lgs. n. 385/93;
- vi) Accordi diretti sui principali Contratti di Progetto.

Remunerazione per la Banca:

- i) Arrangement Fee;
- ii) Agency Fee;
- iii) Margine su Linee di Credito (spread, commitment fees..)
- iv) Credit Margin Swap su Hedging

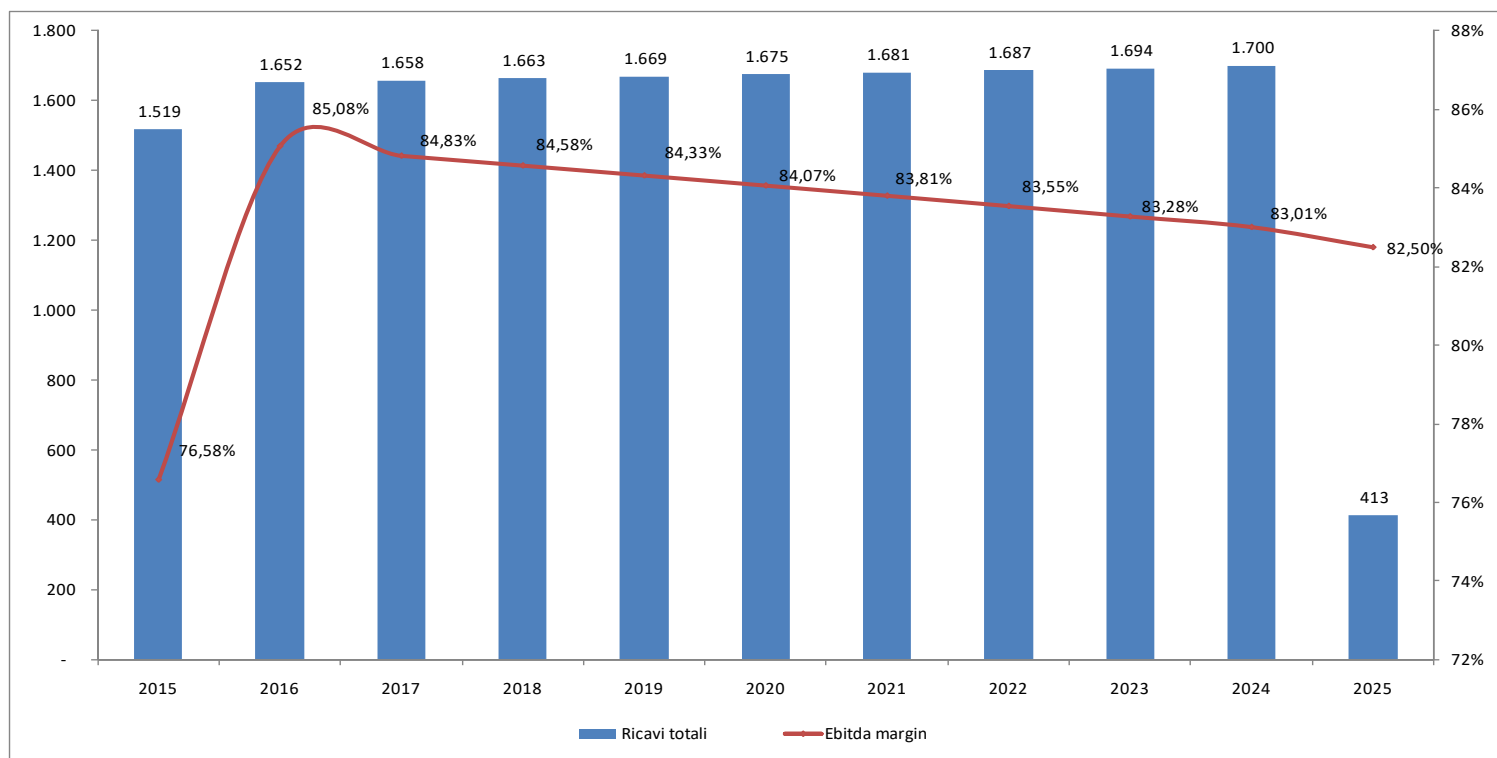
Case Study

Dettaglio Linee di Credito

Linee di Credito	Importo Linee	Tipo	upfront fee	Margini (*)	Periodo di disponibilità	Durata	Ultimo rimborso
Linea Base	6.100.000	amortizing	200 bps	425 bps	sino a 30/06/2015	max 9,5	31/12/2023
Linea Stand By	200.000	amortizing	200 bps	425 bps	sino a 30/06/2015	max 9,5	31/12/2023
Linea IVA	900.000	amortizing	200 bps	375 bps	sino a 30/06/2015	max 4,5	31/12/2018
Totale Commitment per cassa	7.200.000						
Plafond Hedging	500.000						

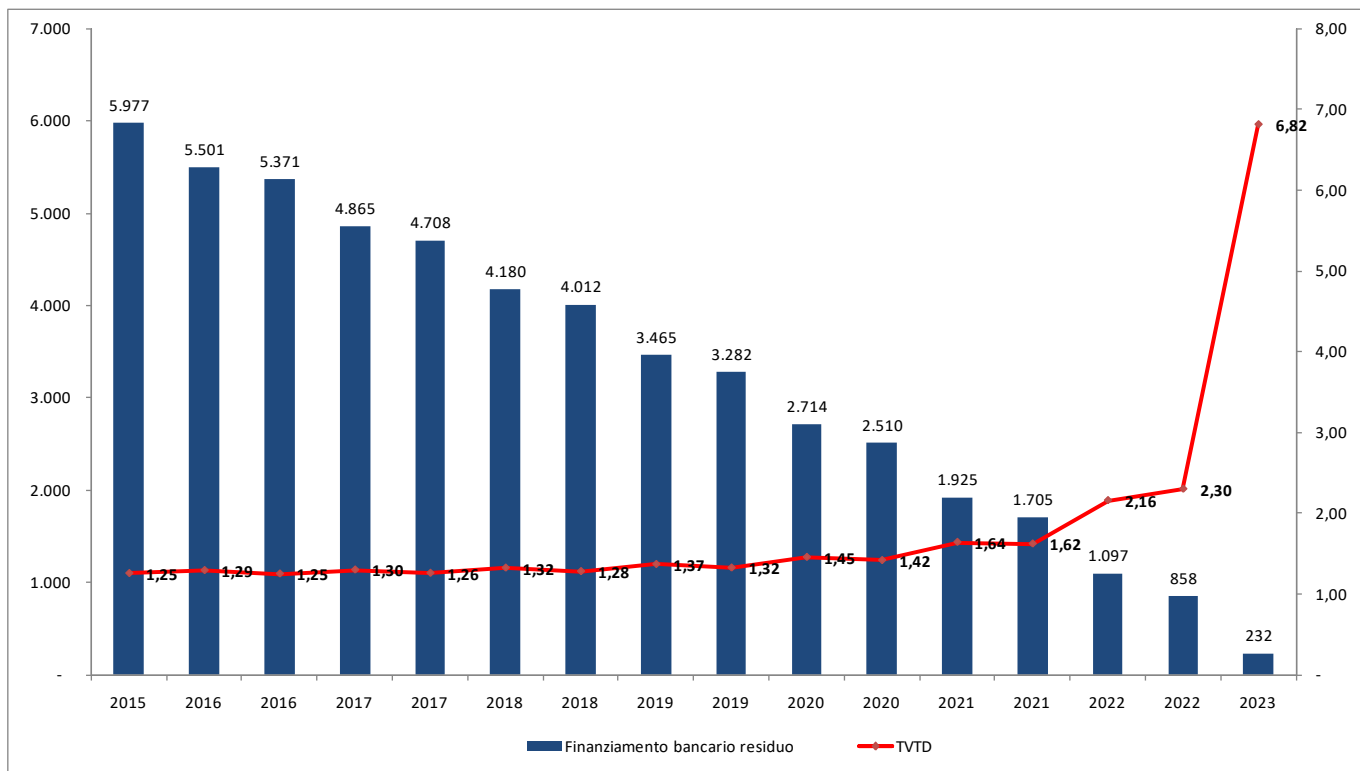
Case Study

Ricavi ed Ebitda Margin



Case Study

Evoluzione del Debito



Case Study

I Parametri Finanziari del Progetto

1) Parametri finanziari per la strutturazione del Caso Base:

- i) DSCR: $\geq 1,30x$
- ii) LLCR $\geq 1,35x$
- iii) D/E $\leq 70/30$
- iv) TVTD $\geq 1,10x$

2) Parametri finanziari per le Distribuzioni:

- i) DSCR $\geq 1,15x$
- ii) LLCR $\geq 1,20x$
- iii) D/E $\leq 75/25$
- iv) TVTD $\geq 1,10x$

3) Parametri finanziari di "Cash Sweep":

- i) DSCR $< 1,15x$
- ii) LLCR $< 1,20x$

4) Per il "default":

- i) DSCR $< 1,05x$
- ii) LLCR $< 1,10x$
- iii) D/E $> 80/20$,
- iv) TVTD $< 1,05x$

DSCR		LLCR
1,30x	Base Case	1,35x
	100% dividendi e/o interessi sul debito subordinato	
1,15x		1,20x
	100% Cash Sweep	
1,05x	Default	1,10x

I livelli dei parametri finanziari sono tipici per operazioni del settore

Case Study

La Matrice dei Rischi di Progetto (1/2)

Aspetto	Livello di Rischio	Razionale
Compagnie Societaria	basso	Qualità Sponsor
Apporto Equity	assente	“Upfront”
Restituzione Contributi Pubblici	assente	“pass through”
Responsabilità vs Concedente	assente	“Subentro SPV”
Concedente	basso	solvibilità
Autorizzativo	assente	completo
Progettazione	assente	“pass through”
Ambientale	assente	
Tecnologico	basso	
Ritardo Costruzione	contenuto	“pass through”
Ritardo completamento opere	contenuto	“pass through”

Case Study

La Matrice dei Rischi di Progetto (2/2)

Aspetto	Livello di Rischio	Razionale
Varianti / extra-costi	basso	Riequilibrio ec.fin.
Mancata accettazione opere al collaudo	basso	monitoraggio
Gestione	contenuto	“pass through”
Ricavi / Flussi di Cassa	basso	stabilità / Indennizzo
Finanziario	basso	hedging
Business Plan	solido	Parametri fin. / sensitivities
Security Package	standard	

L'equilibrio dei rischi determina la bancabilità dell'iniziativa

Case Study

Lo scenario di sensitività del Caso Base

scenario		DSCR min	DSCR medio	LLCR min
scenario 1 aumento capex				
	+5%	1,25x	1,27x	1,49x
	+10%	1,19x	1,24x	1,45x
scenario 2 diminuzione canone disponibilità				
	-5%	1,22x	1,25x	1,48x
	-10%	1,15x	1,22x	1,43x
scenario 3 aumento costo debito				
	+75 bps	1,19x	1,26x	1,50x
scenari combinati 1-2-3				
1+2	capex + 5% / canone -10%	1,10x	1,19x	1,39x
1+3	capex + 10% / costo debito + 75 bps	1,10x	1,20x	1,42x
2+3	canone -10% / costo debito + 75 bps	1,06x	1,18x	1,40x
1+2+3	capex +5% / canone -10% / costo debito + 75 bps	1,01x	1x16x	1,37x
scenari di break even (DSCR min. 1,06x)		livello di riduzione/aumento		
4	riduzione canone disponibilità	-16,1%		
5	aumento opex	147%		
4+5	caso combinato	-13% / + 45%		

Il piano economico finanziario resiste a scenari di "stress"

Case Study

Conclusioni

- **Primarietà, serietà e competenza degli Sponsor Finanziari e Industriali**
- **Buona qualità dei flussi di cassa e dei ricavi**, costituiti da canoni di disponibilità svincolati da rischio “mercato/volumi” che verranno corrisposti dall’Azienda Ospedaliera, con un rischio pagamento sostanzialmente riconducibile a quello della Regione, tra le Regioni italiane maggiormente solvibili.
- **Corretta ed equilibrata struttura delle principali componenti del profilo creditizio** (natura “passante” dei rischi di Convenzione sui contratti di costruzione e gestione; assenza di rischio contribuiti; Equity versato upfront). La durata del finanziamento è contenuta (max. 9,5 anni - “door to door” con una “coda” conservativa rispetto alla durata della concessione di ca. 1,5 anni), e presenta un adeguato rapporto di Leva finanziaria (70/30). In caso di risoluzione anticipata della Convenzione, spetta a BIOLAB un **indennizzo** che viene prioritariamente destinato al rimborso del project finance (credito ceduto a favore Banca) e che risulta essere di entità superiore all’outstanding del finanziamento con un “Terminal Value to Debt” che in fase di gestione presenta un valore medio superiore a 150% ed un valore minimo del 125%;
- **Il Caso Base presenta parametri finanziari di buon livello**, nel rispetto degli standard di mercato per la tipologia di operazione; le sensitivities confermano la corretta impostazione del Progetto e presentano robusti margini di downgrade.

Formazione IFEL *per i Comuni*



Grazie per l'attenzione



Twitter



Facebook



YouTube

