



Project financing e valutazione finanziaria di un progetto di sviluppo

Elementi economico-finanziari e indicatori di accettabilità del progetto quali strumenti utili per la valutazione di sostenibilità finanziaria anche di un business industriale

Francesco Ferragina
Fabrizio Bencini
Partners Kon
e Dottori commercialisti

Il *project financing* è una tecnica di finanziamento di progetti di investimento complessi sempre più diffusa. Ciò non solo per quei progetti connessi a investimenti pubblici, la maggior parte in Italia, ma anche per grandi investimenti realizzati da privati, magari legati tra loro in modo temporaneo al solo scopo di realizzare l'investimento. Alcuni "tecnicismi" necessari nella valutazione di un *project* possono essere facilmente utilizzati nella valutazione di sostenibilità finanziaria di un progetto industriale. Anche in questa ottica affrontiamo il tema.

Il *project financing*¹ è una particolare modalità di finanziamento di progetti di investimento la cui valutazione si fonda sulla capacità del progetto medesimo di remunerare, attraverso i flussi di cassa da questo generati, il debito e il capitale proprio necessari per sostenere la realizzazione dell'iniziativa. Per potere comprendere appieno gli aspetti economico-finanziari del *project financing*, è necessario illustrare brevemente le caratteristiche strutturali dell'operazione e definire in modo specifico le attività svolte da ciascuno dei soggetti coinvolti.

Lo schema riportato nella *figura 1* rappresenta la struttura di un *project financing* con l'evidenziazione delle principali relazioni intercorrenti tra i soggetti coinvolti.

La struttura in esame è da intendersi generica. Ogni *project financing*, quale operazione di finanza

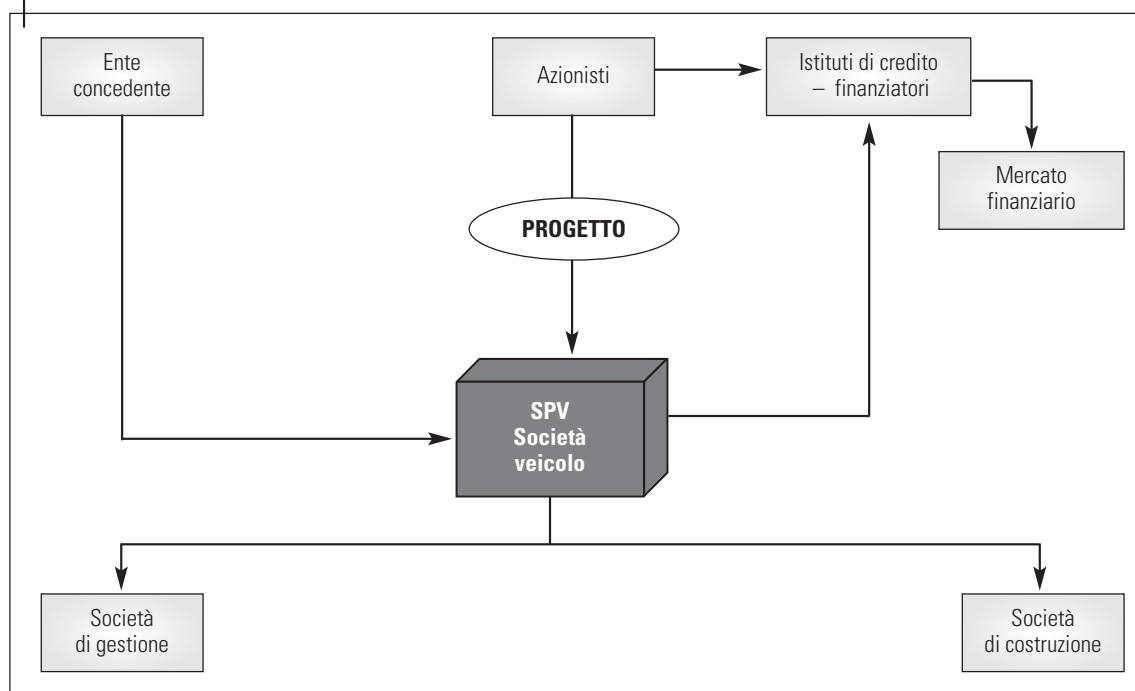
strutturata, è caratterizzato da un'assoluta originalità delle caratteristiche contrattuali e finanziarie.

Gli *sponsor* sono quei soggetti pubblici o privati che hanno costituito l'SPV per la realizzazione del progetto. Le motivazioni che informano ogni soggetto sono differenti:

- i privati si propongono prevalentemente di realizzare delle opere, generalmente di grandi dimensioni rispetto a quelle dei proponenti, separandole dal complesso delle attività già esistenti. Il finanziamento su basi *no recourse* o *limited recourse*, infatti, annulla la possibilità di *default* sugli *sponsor*;
- i soggetti pubblici, nei momenti in cui le risorse finanziarie pubbliche si riducono notevolmente, trovano nel *project financing* una modalità efficiente di realizzazione di opere pubbliche a rilevanza sociale.

¹Si veda in proposito anche AA.VV., *Il project financing nel codice dei contratti*, Giappichelli, Torino 2007.

Figura 1 – STRUTTURA DI PROJECT FINANCING E RELAZIONI DI TIPO FINANZIARIO



La società di progetto è il veicolo (SPV) con il quale gli *sponsor* danno concreta attuazione al proprio progetto. L'SPV è, infatti, l'intestatario di tutti i diritti e di tutti i doveri relativi al *project financing* e gestisce il progetto attraverso una rete di contratti con il costruttore (*contractor*) e il gestore (*operator*). Il *contractor* è colui che realizza le opere e si distingue dall'*operator* (colui che le gestisce), per la sua limitata permanenza sulla scena del *project financing*. Ciò quando non gli venga chiesto di occuparsi della manutenzione della struttura. Il *contractor* e l'*operator* possono talvolta coincidere. Nel *project financing* spesso riveste un complesso ruolo la Pubblica amministrazione. Questa, infatti, può condizionare l'intera realizzazione del progetto mediante strumenti di natura amministrativa (concessioni, autorizzazioni ecc.) e, al contempo, può presentarsi come portatore di risorse finanziarie o semplicemente come promotore di un generale interesse pubblico che si traduce nella pubblicazione di un avviso indicativo recante la descrizione delle opere di pubblica utilità sulle quali chiede che la progettazione, il finanziamento, la realizzazione e la gestione siano fatte tramite la finanza di pro-

getto. Un ruolo di notevole rilievo lo ricoprono anche gli istituti di credito che forniscono risorse finanziarie per la realizzazione del progetto.

Il piano economico-finanziario

Il piano economico-finanziario di un *project financing* ripropone i tratti principali di un qualsiasi piano di un progetto industriale.

La necessità di predisporre un piano economico-finanziario è sancita dalle disposizioni normative vigenti, secondo cui i soggetti proponenti un *project financing* devono presentare un piano economico-finanziario che deve ottenere l'asseverazione da parte di un istituto di credito, una società di servizi costituita dallo stesso, o una società di revisione. Nel piano devono risultare esplicitati i seguenti punti:

- i presupposti e le condizioni di base con cui si determina l'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione per l'intero periodo della concessione;
- l'indicazione del valore annuale degli ammortamenti;



- la specificazione del valore residuo degli investimenti al termine del periodo di concessione;
- la disponibilità e l'ammontare delle risorse finanziarie necessarie alla realizzazione del progetto.

Il piano economico-finanziario è tanto più attendibile e coerente, quanto più ripercorre la documentazione legale su cui si fonda il *project* stesso. Deve essere continuamente aggiornato e soggetto a revisioni critiche.

Il documento "necessita" di asseverazione, che però può anche intervenire successivamente alla presentazione dell'offerta, ma in tempo utile a consentire la valutazione da parte della Pubblica amministrazione.

L'asseverazione costituisce per l'Amministrazione un'attestazione di bontà nella costruzione del piano. Non è tuttavia garanzia di coerenza e raggiungibilità delle ipotesi di piano.

Elemento di differenziazione di un *project financing* rispetto allo sviluppo di un piano di carattere industriale è una posta denominata *debt service reserve account* (DSRA). Essa rappresenta un accantonamento che i finanziatori chiedono a titolo prudenziale ed è commisurata a un certo numero di mesi di servizio del debito. Nel caso in cui l'ammontare della riserva si rivelasse eccedente alle necessità sopra accennate, gli *sponsor* del progetto potrebbero prelevare liberamente tali eccedenze.

Dopo avere definito il piano economico-finanziario di progetto, è buona norma considerare questo come caso base ed effettuare una profonda analisi di sensitività sui principali *driver* di piano in modo da riuscire a individuare i punti deboli del progetto e provvedere a porre in essere le opportune modalità di copertura.

I *driver* che possono essere oggetto di analisi di sensitività sono molteplici; indubbiamente quelli critici sono i seguenti:

- domanda di servizi derivanti dal progetto che incide sull'ammontare e sull'andamento temporale dei ricavi e quindi dei flussi di cassa;
- prezzo dei servizi/tariffe concorrenti. Anche in questo caso si incide profondamente sui ricavi;
- costi di costruzione e imprevisti;
- costi di gestione, quali materie prime, costi energetici, personale ecc.;

- tassi di interesse e relative curve;
- tempi di realizzazione delle opere.

La modificazione di tali *driver* incide sui flussi di cassa e può determinare variazioni anche notevoli nei rendimenti di progetto.

La struttura dei flussi di cassa

Da quanto precede risulta evidente che la costruzione del piano economico-finanziario ha la finalità di dimostrare la capacità del progetto di remunerare il debito contratto per la sua realizzazione, ogni altro fattore di produzione e gestione e, naturalmente, il capitale investito nel progetto.

A tali fini, il *project financing* pone una notevole attenzione alla dinamica e all'entità dei flussi di cassa. Tipicamente la struttura dei flussi di cassa si presenta come in *figura 2*.

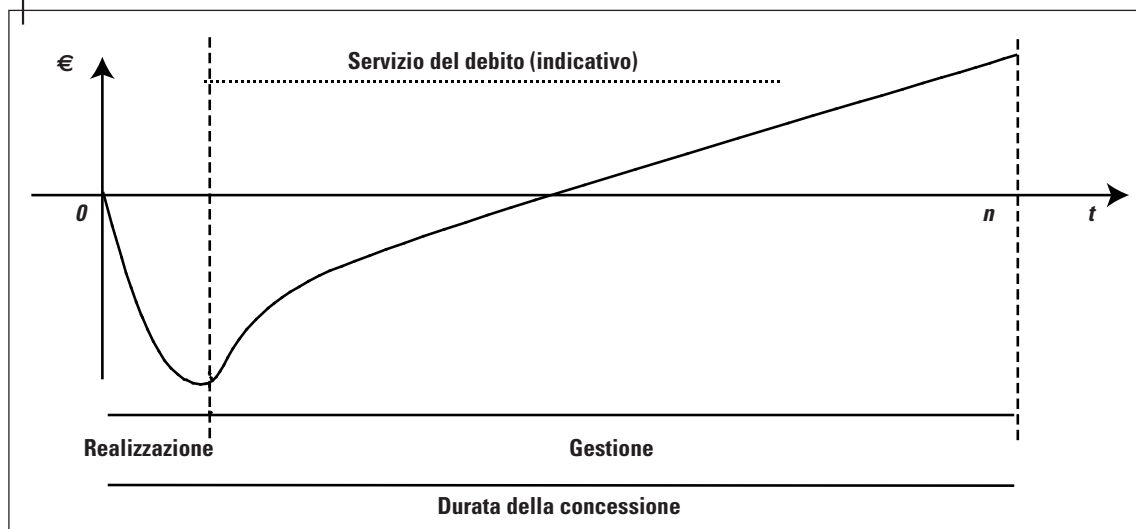
La prima parte dell'iniziativa, riferita al periodo di costruzione, è caratterizzata da fabbisogni finanziari sempre crescenti, in quanto molto spesso non esistono flussi di cassa positivi tali da bilanciare quelli negativi generati dagli investimenti e dalle spese di progettazione e consulenza necessarie per avviare il progetto, nonché dai costi di esercizio che, per evitare di pesare sul conto economico, vengono poi capitalizzati.

La copertura del fabbisogno in questa fase avviene attraverso capitale proprio e capitale di debito. Il *mix* tra i due e il "tiraggio", cioè l'impiego effettivo di risorse rispetto all'ammontare disponibile, dipendono esclusivamente dalle necessità del progetto. Un'accorta gestione dei flussi di cassa consente infatti di minimizzare gli oneri finanziari con benefici effetti sulla stabilità del *project financing* e sul rendimento complessivo dell'investimento.

Durante la fase di gestione, la struttura dei flussi di cassa cambia radicalmente.

In questo periodo, infatti, i flussi di cassa positivi relativi alla gestione delle opere realizzate in *project financing* superano quelli negativi che rinvengono prevalentemente dai costi di gestione, dal servizio del debito, cioè dalla restituzione dei finanziamenti contratti per la costruzione, e dalla remunerazione del capitale investito dagli *sponsor* nelle varie forme tecniche (finanziamento soci o capitale).

Figura 2 – ANDAMENTO DEI FLUSSI DI CASSA OPERATIVI CUMULATI DI UN PROJECT FINANCING



Normalmente la durata del finanziamento è inferiore alla durata del progetto. Gli ultimi anni di *project financing*, quindi, sono caratterizzati da flussi di cassa molto elevati.

La struttura e l'ammontare dei flussi di cassa sono, infine, influenzati dalla struttura giuridica con cui si realizza il *project financing*.

Per esempio, se il *project financing* opera secondo la clausola denominata "BOT" (*built, operate and transfer*), che sta a significare che le opere realizzate sono trasferite gratuitamente alla Pubblica amministrazione concedente al termine del periodo di concessione, il flusso di cassa connesso alla cessione dei beni a fine periodo è pari a zero.

La valutazione del *project financing*

La valutazione della redditività di un *project financing* ripercorre i normali criteri utilizzati per le analisi di *capital budgeting*. In particolare, i criteri che si utilizzano maggiormente sono il VAN e l'IRR (o TIR).

Il Valore attuale netto (VAN) è definito come il valore attuale della sommatoria dei flussi di cassa attualizzati per tutta la durata del *project financing*. Questo indicatore rappresenta la ricchezza creata attraverso il progetto e attualizza-

ta alla data di riferimento della valutazione.

Il calcolo del VAN avviene attraverso l'applicazione della seguente formula matematica:

$$VAN = \sum_{t=1}^n F_t (1+K)^{-t}$$

dove:

- F_t = flusso di cassa atteso nell'anno t ;
- k = tasso di interesse utilizzato per attualizzare i flussi futuri;
- n = anni oggetto di piano.

Se il VAN è positivo, il progetto è accettabile e asseverabile.

L'IRR o TIR (tasso interno di rendimento) di progetto è quel tasso in corrispondenza del quale il VAN è uguale a zero.

L'IRR rappresenta quindi il massimo costo che gli *sponsor* sono disponibili a sostenere per realizzare l'opera in *project financing*.

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

dove:

- TIR = tasso interno di redditività;
- I = costo finanziario d'investimento;
- FC_t = flusso di cassa di progetto del t -esimo periodo;



- n = orizzonte temporale del piano economico-finanziario.

La definizione del tasso di attualizzazione o di sconto più opportuno da applicare è molto complessa: deve riflettere la rischiosità del progetto e incide in misura notevole sull'ammontare del VAN. Deve inoltre tenere conto della configurazione di flusso di cassa che si utilizza, in quanto un flusso di cassa operativo dovrà essere attualizzato con un tasso che rifletta il costo medio ponderato del capitale di progetto; al contrario, i flussi di cassa netti potranno essere scontati con un tasso di attualizzazione riferito al solo capitale netto.

Il costo medio ponderato del capitale è calcolato come media ponderata del costo delle risorse finanziarie impiegate nel progetto. In sintesi:

$$CMPC_t = \frac{Kd \times \text{Capitale di finanziamento}_t + ke \times \text{Capitale di rischio}_t}{\text{Capitale di finanziamento}_t + \text{Capitale di rischio}_t}$$

dove:

- $CMPC_t$ = costo medio ponderato del capitale del periodo t -esimo;
- kd = tasso d'interesse medio del capitale di finanziamento; viene calcolato sulla base delle ipotesi assunte nel modello finanziario;
- ke = rendimento medio del capitale di rischio per investimenti comparabili; viene usualmente calcolato sulla base del *Capital asset pricing model*;
- t = varia da 1 a n , essendo n il periodo terminale dell'orizzonte del piano economico-finanziario.

In soccorso degli estensori dei progetti, ma soprattutto della Pubblica amministrazione che valuta i *project financing*, sono intervenuti numerosi organismi che, nell'occuparsi di valutazione di investimenti di pubblica utilità, hanno inteso determinare un livello o un *range* di tassi di attualizzazione. Nella letteratura teorica e nella pratica esistono differenti posizioni in merito al tasso da utilizzare per l'attualizzazione nell'analisi dei flussi finan-

ziari di progetti di investimento pubblici. Sono utilizzabili *tre diversi approcci* nella determinazione del tasso di sconto, genericamente definibile come "costo opportunità del capitale", cioè il rendimento a cui si rinuncia investendo in un progetto alternativo:²

- rendimento "minimo" del capitale. Questo approccio suggerisce che il tasso di sconto sia ottenuto mediante comparazione con rendimenti pubblici analoghi. Si può utilizzare in tale caso, come *benchmark* del costo marginale, il rendimento delle obbligazioni statali del *deficit* pubblico;
- rendimento "massimo" ottenibile sui mercati finanziari. Tale approccio vuole stimare il rendimento di un progetto di investimento sulla base di analogie con un portafoglio di investimenti finanziari sufficientemente diversificato a livello internazionale;
- rendimento "standard soglia". Per questo rendimento si utilizza un tasso preso da un ente di emissione in una valuta di largo commercio, ben "istituzionalizzato", cioè emesso da un soggetto pubblico sovranazionale largamente riconosciuto come stabile e attendibile dai mercati finanziari internazionali. Per esempio, si possono utilizzare come *benchmark* i rendimenti delle obbligazioni BEI³ a lunga scadenza.

Oltre che un tasso di sconto finanziario, nella prassi della valutazione di investimenti pubblici si è affermata anche la possibilità di utilizzare un tasso di sconto cosiddetto "sociale" connesso alla specificità degli investimenti pubblici. Gli approcci per la determinazione del tasso di sconto sociale prevalentemente utilizzati sono i seguenti:

- il rendimento degli investimenti pubblici deve essere determinato analogamente a quello degli investimenti privati; sulla base di questo approccio il tasso di sconto è molto simile al doppio di un rendimento reale di un'obbligazione BEI pari a circa il 5%;
- il rendimento di un investimento pubblico deve avere come *benchmark* un tasso di crescita reale dell'economia. Anche in questo caso è verosimile

²Si veda in proposito *Guida all'analisi costi-benefici dei progetti di investimento*, Unità di valutazione, DG politica regionale e coesione, Commissione Europea, 2003.

³Banca Europea d'Investimento.

utilizzare un tasso compreso tra il 2% e il 5%. In Italia, stante la difficoltà di determinare univocamente il tasso di sconto sociale e l'importanza che tale argomento riveste per le Pubbliche amministrazioni, l'argomento è stato oggetto di apposito studio da parte della Conferenza dei Presidenti delle Regioni e delle Province autonome, che nel 2001 ha pubblicato un documento destinato ai Nuclei regionali di valutazione e verifica degli investimenti pubblici dal titolo *Studi di fattibilità per le opere pubbliche*. In tale pubblicazione si utilizza un tasso di sconto pari al 5%. In ultima analisi, la copertura finanziaria di un progetto di investimento deve essere definita dopo avere individuato la sua struttura finanziaria ottimale, in modo tale da massimizzare il VAN e l'IRR attesi.

Gli indicatori a supporto della valutazione finanziaria del progetto

Al fine di contrarre il finanziamento bancario destinato alla copertura del fabbisogno di progetto, è tuttavia necessario contemperare tali esigenze di rendimento con un grado di sicurezza della struttura di progetto che possa essere giudicato adeguato dagli istituti di credito coinvolti.

Gli indicatori,⁴ tenuti in considerazione per tali fini sono prevalentemente due:

- *debt service cover ratio (DSCR)*;
- *loan life cover ratio (LLCR)*.

Il *DSCR* è calcolato come rapporto tra il flusso di cassa operativo e l'intero servizio del debito (quota capitale e interessi oltre commissioni). Tale indice viene calcolato per ciascun anno della vita operativa di un progetto. Non si calcola nel periodo di costruzione se la struttura finanziaria di progetto è impostata correttamente.

Lo scopo di tale indicatore è di segnalare la capacità del progetto di generare flussi di cassa operativi sufficienti alla copertura del servizio del debito. Vista la funzione di garanzia che svolge tale indicatore, la prassi internazionale ha individuato dei valori di ri-

ferimento per il *DSCR* che oscillano da 1,2 a 1,5 a seconda della rischiosità e innovatività del progetto.

Il *LLCR* ha un significato simile a quello del *DSCR*, ma è più complesso nel calcolo e meno immediato nell'interpretazione.

Il *LLCR* è calcolato mediante il rapporto tra la somma dei flussi di cassa attualizzati disponibili tra il momento in cui si effettua la valutazione e l'ultimo anno in cui è previsto il rimborso del debito e l'ammontare complessivo del debito residuo. Rappresenta l'ammontare dei flussi di cassa su cui i finanziatori possono contare per soddisfare il rimborso del debito. Anche in questo caso, non è sufficiente che l'indicatore sia pari all'unità, ma nella prassi internazionale si considera sufficientemente sicuro un *project financing* che presenta un *LLCR* compreso tra 1,2 e 1,6.

Ciò in funzione della rischiosità del progetto e, in particolare, del grado di leva finanziaria dello stesso.

Sensibilità, valutazione e indici quali strumenti a servizio anche dei piani industriali

Questa visione di insieme del *project* e delle sue particolarità è utile non solo per coloro che affrontando il tema specifico vogliono avere dei riferimenti, ma anche per i molti che di fronte a un piano finanziario si chiedano quali siano le azioni e le valutazioni da effettuare per misurarne la rischiosità finanziaria. Il *project* infatti, avendo la propria ragione di esistenza nella capacità del progetto di generare flussi sufficienti per ripagare il debito, ha sviluppato indicatori e tecniche di valutazioni che spesso tornano utili anche in un'applicazione analoga per un piano industriale.

Così analisi di sensibilità, valutazione e indici di sostenibilità finanziaria sono temi trasversali che, pur trovando il loro fondamento in questa materia, possono avere applicazione anche in tutte le realtà industriali che sviluppino un proprio piano prospettico.

⁴Si veda Comitato Interministeriale Programmazione Economica – Unità Tecnica Finanza di Progetto, *La valutazione della congruità del contributo pubblico in un'operazione di Finanza di Progetto e Il Project financing – Aspetti finanziari*, 2001, in www.utfp.it.