

CLAUDIO FAVA \*

## **PROJECT FINANCING: DAL PROGETTO ALLA REALIZZAZIONE**

*Ideatori, promotori, venture capitalist e banche sono solo alcune delle figure economiche che intervengono in un piano di project financing. Ci potrebbe chiarire quali sono le loro funzioni nonché le loro motivazioni.*

Il buon esito di un'operazione di project financing è il risultato di un buon «gioco di squadra» in cui interagiscono diversi operatori. Il ruolo di ognuno, modellato su specifiche capacità tecnico-professionali, è pariteticamente decisivo e strettamente complementare. Le motivazioni originarie di coloro che promuovono l'iniziativa determinano motivazioni indotte in quelle parti che, pur non partecipando al finanziamento del progetto, svolgono un ruolo tecnico, operativo, legale e consultivo altrettanto utile e determinante in un'operazione di *project financing*.

Un esclusivo riguardo viene indirizzato alla tutela delle parti in ordine al rispetto delle regole contrattuali da loro poste in essere e no, quindi, agli interessi che sottintendono a una tale operazione.

Il primo impulso a tutta l'operazione è offerto dagli ideatori del progetto.

L'idea progettuale può trovare la sua genesi nell'ambito del settore privato o di quello pubblico. Nel primo caso, protagonista è l'impresa che lega, alla sua *business idea*, una serie di obiettivi:

- conquistare *ex-novo* una fetta di mercato (operando in condizioni di *start up*);
- accrescere la propria attività nel settore specifico dell'iniziativa (operando in condizioni di *expansion*), magari anche in mercati esteri sotto la spinta del processo di globalizzazione economica;
- accrescere il prestigio aziendale;
- tendere allo sviluppo tecnologico.

Nella seconda ipotesi, protagonista, è un soggetto pubblico come Stato, Enti Locali, Agenzie governative che, per il loro ruolo istituzionale, agiscono in base a motivazioni decisamente diverse dal soggetto privato esulando, quindi, dalla pura logica del profitto.

---

\* Dott. Claudio Fava, Vicepresidente C.F.A. group limited

L'iniziativa pubblica obiettivi di politica economica quali, per esempio, quello di favorire lo sviluppo dell'occupazione, di ridistribuire territorialmente e/o settorialmente la ricchezza nazionale, di sopperire al fabbisogno di infrastrutture.

L'idea progettuale, per essere concretizzata, va sostenuta finanziariamente.

Entrano così in gioco i promotori, cioè coloro che apportano il capitale di rischio e i finanziatori che apportano il capitale di debito. Essi coincidono normalmente con gli stessi ideatori del progetto, privati o pubblici che siano, ma l'automatismo di tale coincidenza, in realtà è solo eventuale. Infatti, il capitale di rischio può essere conferito anche da chi, pur non essendo stato ideatore dell'iniziativa, si aspetta un ritorno conveniente.

Un'azione spesso trainante per il decollo di un project è svolta dal *venture capitalist*. Si tratta di un'operazione che svolge congiuntamente attività di finanziamento e di prestazione di servizi. Nella struttura di un'operazione di *project financing* l'intervento del *venture capitalist* si realizza in più fasi:

- *early-stage financing*. Si tratta di offrire il capitale "di semina" (*seed financing*) nella fase di implementazione del progetto. Se pure i rischi sono altissimi l'impiego di capitale sarà modesto.
- *expansion financing*. Questa fase, se l'idea dovesse rilevarsi vincente, richiede capitali notevoli e il rischio viene di solito distribuito, tra i diversi partecipanti, che spesso si aggregano per iniziativa in una merchant bank.
- *Leverage management by out*. In questa fase la società di *venture capital* si inserisce nel processo finanziario acquisendo direttamente e con stock option parte delle quote della SVP dietro versamento di capitale di rischio.

Il successo dell'iniziativa e l'affermazione dell'azienda sul mercato esaurisce il ruolo del *venture capitalist* e lo stesso avvierà la fase di *going public*, diretta all'ottenimento della quotazione ufficiale presso la Borsa Valori.

Anche le pubbliche autorità possono fungere da ideatori e/o promotori di un'operazione. Il loro ruolo diventa decisivo per la realizzazione di grandi opere infrastrutturali. L'intervento pubblico ha duplice valenza: da un lato consente la realizzazione di opere che, per la loro particolare natura, sono sottratte all'area di interesse privatistico, dall'altro tende all'accrescimento delle risorse disponibili veicolando il sistema economico su un trend di sviluppo sia in termini reali che monetari.

Quando il progetto da realizzare è in un paese in via di sviluppo, i rischi si accentuano notevolmente e gli Stati, per ovviare a tali inconvenienti, si assumono, sovente, l'onere di prestare, alle imprese nazionali, forme di garanzie sotto forma di assicurazioni e supporti attraverso apposite agenzie governative o attraverso istituzioni sopranazionali multilaterali aventi lo scopo di promuovere gli investimenti e lo sviluppo economico a livello mondiale o in alcune aree del globo.

Il ruolo della *banca advisor* è quello di consulente finanziario al quale compete la valutazione, nonché la strutturazione, di tutti gli elementi del progetto e contemporaneamente di provvedere alla formulazione di un piano il reperimento

dei fondi necessari. Tale ruolo è di estrema delicatezza, in quanto si tratterà di dar vita all'idea anche su basi alternative a quelle eventualmente proposte dagli operatori. Bisognerà poi valutare attentamente tutti i rischi che l'operazione comporta, ricercando le strategie migliori per minimizzarli, anche attraverso la strutturazione di una serie di vincoli contrattualistici da sottoporre alle varie parti che interverranno nel progetto.

L'elaborazione del progetto eseguita dall'advisor viene quindi sottoposta al cosiddetto arranger, che avrà il compito di procedere all'acquisizione dei fondi necessari. L'arranger, in genere, è una banca commerciale che per esperienze pregresse, per la forza finanziaria e per una consolidata e riconosciuta penetrazione sui mercati finanziari internazionali, viene ritenuta idonea a gestire questa raccolta di fondi. Inoltre, l'arranger presta generalmente una garanzia di *underwriting* attraverso la quale si impegna a garantire la disponibilità dei fondi richiesti, anche in assenza di finanziatori interessati al progetto.

### **Come si valuta la sostenibilità del progetto?**

Sulla base delle informazioni ricevute, la banca advisor inizierà a valutare la sostenibilità dell'iniziativa. Le linee guida che le vengono fornite dovranno contenere indicazioni positive circa l'equilibrio fra entrate e uscite e circa la capacità dei ricavi di coprire i costi operativi dopo l'espletamento del servizio di debito.

Il modello sul quale verrà valutata la fattibilità dell'iniziativa sarà sottoposto successivamente a una serie di forzature, improntate tutte a ipotesi pessimistiche, per stimare il suo grado di adattabilità ad eventuali scostamenti dalle previsioni e la sua capacità di sopravvivenza in caso di eventi negativi. Tali variabili, in effetti, possono essere di due specie: endogene e esogene.

Le prime hanno un carattere essenzialmente interno e possono variare autonomamente allo scopo di migliorare l'economicità o la funzionalità del progetto.

Quelle esogene dipendono invece da fattori esterni all'iniziativa e pertanto non solo risultano meno prevedibili ma possono presentare anche minori capacità di adattabilità.

### **Quali sono i rischi connessi ad un'operazione di project financing?**

Uno dei compiti più delicati che si troverà ad affrontare l'advisor è quello di ricercare e contrastare tutti i rischi, reconditi e no, insiti nel progetto. La loro identificazione permetterà successivamente la loro allocazione a carico dei vari partecipanti all'iniziativa in modo da responsabilizzare al massimo ogni operatore. In tal modo, si ammortizzeranno, in maniera non traumatica, eventuali eventi negativi o imprevisti.

La fase che più presenta rischi è quella della costruzione dell'impianto. Un semplice ritardo nella consegna dello stesso o, in casi più gravi, la sospensione dei lavori; una imprevista lievitazione dei costi e uno standard di prestazioni, a

ultimazione avvenuta, inferiore alle attese, sono molto frequenti in una operazione di *project financing* per cui le banche finanziatrici, tra le altre forme di garanzie, prevedono l'accollo di tali rischi da parte dei costruttori.

Nella fase operativa, invece, i rischi maggiori possono consistere in un livello di domanda inferiore alle aspettative. Un siffatto problema, che già di per sé basterebbe a sovvertire tutti i piani economici e finanziari, potrebbe essere conseguenza, però, di una ben più devastante eventualità come una marcata inflazione.

Essa si ripercuoterebbe in maniera triplamente negativa sul progetto; i costi di costruzione e quelli operativi, in primo luogo, subirebbero una inevitabile impennata; la domanda prevista potrebbe subire una sensibile flessione in conseguenza di una revisione al rialzo delle tariffe o del prezzo del prodotto offerto, e infine l'inevitabile incremento dei tassi di interesse si ripercuoterebbe immediatamente sia sul conto economico (aumento degli Oneri Finanziari) sia sulla situazione finanziaria (in termini di cash flow).

Esistono poi altri rischi non facilmente prevedibili e aggirabili; per tutti questi, i finanziatori potrebbero pretendere, dalle SVP, un'ulteriore garanzia: la costituzione di un fondo speciale, denominato *reserve account* al quale attingere in caso di necessità.

### **Come si struttura la valutazione del piano economico?**

L'aspetto economico è l'obiettivo principale dei promotori i quali mireranno a massimizzare i loro profitti e quindi a massimizzare la redditività del capitale da essi investito. Tale redditività, che si misura con l'indice economico ROE (*return on equity*) è, per gli investitori doppiamente importante; un ROE elevato, infatti, oltre ad esprimere un buon risultato aziendale, si ripercuote positivamente anche sul valore dell'azienda che, rispetto ad altre similari, può vantare una migliore attitudine a conseguire profitti. Tale aspetto non deve essere sottovalutato in quanto i promotori potrebbero trovarsi nella condizione di dover procedere a un aumento di capitale previsto, per esempio dal security package; quasi sempre è previsto infatti un rapporto costante fra il capitale proprio e quello di debito per cui, qualora tale rapporto dovesse deteriorarsi, l'unica soluzione possibile è quella di aumentare il capitale sociale. In tale circostanza, pertanto, un buon livello del ROE potrebbe facilitare la collocazione delle nuove azioni fra gli investitori attratti dalle elevate remunerazioni. È evidente a questo punto l'importanza di questo indice se si tiene presente che lo spirito del *project financing* è quello di finanziare un progetto di self liquidating e cioè autoremunerante; esso dovrà dunque essere capace di produrre reddito sufficiente a:

- coprire i costi operativi;
- rimborsare i finanziatori;
- remunerare il capitale di rischio.

Paradossalmente però, quantunque di estremo interesse, il ROE non è un determinante nella valutazione del progetto; si preferisce infatti nella generalità dei

casi basarsi sul *marginale operativo lordo (MOL)* prospettico che, derivando esclusivamente dalla differenza fra costi e ricavi operativi, e non tenendo conto della gestione finanziaria potrà meglio indicare la potenzialità dell'iniziativa circa il pagamento del debito e dei relativi interessi. In base a un indice recentemente introdotto negli studi di analisi di gestione, attraverso il rapporto fra gli interessi passivi e il MOL, si individuano le possibilità e l'agio dell'azienda a non sopportare un certo grado di indebitamento.

A integrazione di quanto affermato, c'è da aggiungere che, nella valutazione dell'economicità di una iniziativa, riveste un ruolo determinante il confronto fra la ricchezza da essa determinata e i costi sostenuti per la sua realizzazione. Solo se i flussi generati saranno superiori agli investimenti effettuati sarà il caso di concretizzare il progetto.