

SEMINARIO DELLA CASSA FORENSE / L'iniziativa può venire sia dai privati sia dal pubblico

Tutti gli attori del project financing

Progetto valutato in base alla ricchezza che produrrà l'opera

DI CLAUDIO FAVA
vicepresidente
Cfa group limited

Il buon esito di un'operazione di project financing è il risultato di un buon gioco di squadra in cui interagiscono diversi operatori. 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 espansione), 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 agiscono in base a motivazioni decisamente diverse dai privati escludendo dalla pura logica del profitto. 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'automaticismo 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 (se l'idea dovesse rilevarsi vincente richiede capitali notevoli e il rischio viene di solito distribuito, fra i diversi partecipanti, che spesso si aggregano per iniziativa in una merchant bank); leverage management by out (la società di venture capital si inserisce nel processo finanziario acquistando direttamente e con stock option parte delle quote della Svp dietro versamento di capitale di rischio).

Il successo dell'iniziativa e l'aff-

Subappalti e altri strumenti per le pmi

DI FRANCESCO SAVERIO SESTI
docente dell'università
di Roma Tor Vergata

L'intervento si pone quale trait-d'union fra la sessione del 20 maggio del seminario della Cassa forense sugli appalti privati e pubblici, incentrata sulla disamina della disciplina degli appalti privati, e quella di ieri, vocata all'esame della disciplina ed economia degli appalti pubblici. Verte sul rilevo che le politiche economiche e normative comunitarie indicano nel settore degli appalti e delle concessioni pubblici al fine del perseguimento dei principi fondanti di apertura alla concorrenza mediane procedure informate a trasparenza e non discriminante e consentienti al principio di libertà di iniziativa economica e di organizzazione d'impresa l'affranccamento da vincoli eccessivi nello svolgimento del rapporto contrattuale d'appalto e, in esso, della possibilità di utilizzazione di forme di collaborazione e integrazione organizzativa nell'esecuzione. (riproduzione riservata)

fermazione dell'azienda sul mercato esauriscono il ruolo del venture capitalist e lo stesso avvia la fase di going public, diretta all'ottenimento della quotazione ufficiale presso la borsa valori.

Anche le pubbliche autorità possono fungere da ideatori e 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 sia monetari.

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 per 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 contrattuali 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 le 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.

Domanda. Come si valuta la sostenibilità del progetto?

Risposta. 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 a 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 ed 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.

D. Quali sono i rischi connessi a un'operazione di project financing?

R. 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, un'imprevista lievitazione dei costi e uno standard di prestazioni, a ultimazione avvenuta, inferiore alle attese sono molto frequenti in un'operazione di project financing, per cui le banche finanziarie, tra le altre forme di garanzie, prevedono l'accoglimento 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 ripercuterrebbe in maniera triplamente negativa sul progetto; i costi di costruzione e quelli operativi, in primo luogo, subirebbero un'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 ripercuterrebbe 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 aggrabili; per tutti questi i finanziatori potrebbero pretendere, dalle Svp, un'ulteriore garanzia: la costituzione di un fondo speciale, denominato riserve account, al quale attingere in caso di necessità.

D. Come si struttura la valutazione del piano economico?

R. 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 a esprimere un buon risultato aziendale, si ripercuote positivamente anche sul valore dell'azienda, che, rispetto ad altre simili, 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 coprirne 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 margine 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.

Nella valutazione dell'economicità di un'iniziativa riveste un ruolo determinante il confronto tra la ricchezza da essa determinata e i costi sostenuti per la sua realizzazione: se i flussi generati saranno superiori agli investimenti effettuati sarà il caso di concretizzare il progetto. (riproduzione riservata)

**ALTRI ESTRATTI
DELLE RELAZIONI PRESENTATE
AL CICLO DI SEMINARI
DEDICATI AGLI APPALTI
PRIVATI E PUBBLICI,
ORGANIZZATO DALLA CASSA
FORENSE, SARANNO
PUBBLICATI NEI PROSSIMI
NUMERI DI NORME E PROGETTI**