

Salvatore Cifalà

Project financing

*Strumento alternativo
alla finanza tradizionale*



Copyright © MMVIII
ARACNE editrice S.r.l.

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

via Raffaele Garofalo, 133 A/B
00173 Roma
(06) 93781065

ISBN 978-88-548-1979-5

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: agosto 2008

*Ai miei nipoti: Lavinia, Nazareno
ed alla nuova arrivata Chiara... ..*

INDICE

1.	PREMESSA	4
2.	INTRODUZIONE	6
3	GLI SVILUPPI NEL MERCATO DEL PROJECT FINANCE	10
3.1	<i>Principali sfide poste dal finanziamento dei progetti su vasta scala</i>	11
4	I FATTORI DI RISCHIO RISCOINTRABILI IN UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCE	12
5	IL RUOLO DELLE BANCHE NELLE OPERAZIONI DI PROJECT FINANCE	16
6	LO SVILUPPO DEL PROGETTO: LA STRUTTURA DELLO SPV	19
6.1	<i>Soluzioni pratiche per l'organizzazione della Società progetto</i>	20
6.2	<i>Le fasi del project financing</i>	21
7	VENTAGLIO DI OPPORTUNITA' CON IL PROJECT FINANCING	24
7.1	<i>Italia prima del < Project Financing ></i>	25
8	CONCLUSIONI	28
	BIBLIOGRAFIA	29

**PROJECT FINANCING:
STRUMENTO ALTERNATIVO
ALLA FINANZA TRADIZIONALE**

1. PREMESSA

Le prime operazioni di finanza di progetto sono state realizzate, molti anni fa, negli Stati Uniti nel settore della produzione di energia elettrica. In Italia si è dovuto attendere l'inizio degli anni 90 e la liberalizzazione del mercato elettrico per le prime operazioni di project financing.

Il project financing nasce come tecnica per finanziare iniziative sulla base della valenza tecnico-economica del progetto piuttosto che sulla capacità autonoma di indebitamento dei soggetti promotori.

Il progetto viene valutato dai finanziatori soprattutto per la sua capacità di generare flussi di cassa, che costituiscono la garanzia primaria per il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio, attraverso un'opportuna contrattualizzazione delle obbligazioni delle parti.

La fase di gestione dell'opera costituisce un elemento fondamentale: soltanto una gestione efficiente e qualitativamente elevata consente di generare i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito e a remunerare gli azionisti.

Negli ultimi anni le amministrazioni pubbliche italiane hanno finanziato un numero sempre maggiore di investimenti con lo strumento del project financing: dall'osservatorio dell'Unità Tecnica Project Finance emerge che le iniziative di finanza di progetto sono più che raddoppiate dal 2002 al 2003. Il maggior numero di interventi riguarda impianti sportivi (strutture polifunzionali, piscine, campi da calcio), parcheggi, infrastrutture per i servizi a rete, cimiteri, edilizia pubblica, (sanitaria, sociale e scolastica).

L'ammontare medio dei progetti aggiudicati è comunque abbastanza contenuto, circa € 31 milioni con il project financing a iniziativa privata e € 13 milioni con il project finance a iniziativa pubblica e solo il 2% dei progetti aggiudicati nel 2003 ha un valore superiore a € 30 milioni.

Questo trend ha confermato anche da una recente indagine condotta dalla SDA Bocconi, da cui emerge che dai circa novanta project financing monitorati il 20% è rappresentato da impianti sportivi, un altro 20% da edilizia pubblica, il 18% dai parcheggi, il 13% dai cimiteri.

La scelta di questo strumento può essere giustificata prima di tutto dalla carenza di fondi pubblici da destinare agli investimenti, da un accentuato gap infrastrutturale in molti settori e della volontà di garantire ai cittadini infrastrutture e servizi in tempi e costi certi.

La complessità dello strumento richiede l'integrazione di diverse professionalità capaci di valutare gli aspetti tecnici, giuridici ed economici a supporto di due ordini di decisioni: la prima, inerente alla scelta del project finance rispetto a soluzioni di finanziamento alternative; la seconda inerente al livello ottimale di supporto finanziario pubblico.

Questi principi si riassumono nelle capacità dell'amministrazione di scegliere la soluzione finanziaria capace di creare valore per la società, permettendo dunque il perseguimento del *value for money* "sociale".

2. INTRODUZIONE

Il project financing consiste nel finanziamento di una particolare unità economica (Fabozzi, Nevitt 2000) o di un progetto di investimento economicamente separato (Finerty 1996) del quale i finanziatori valutano il merito di credito sulla base dei flussi di cassa generati.

Esso consiste nella costituzione di un'entità *giuridica indipendente* per la realizzazione di un'iniziativa economica *finanziata con debito senza rivalsa* (e con capitale di rischio) la cui unica fonte di remunerazione è rappresentata dai flussi di cassa prodotti durante la gestione (Esty 2001).

La principale caratteristica dello strumento consiste nella separazione tra il progetto e i suoi sponsor attraverso la costituzione di una società ad hoc, chiamata in gergo SPV (*Special Purpose Vehicle*), capace di isolare l'iniziativa, i suoi *cash flow* e i suoi rischi, da un punto di vista giuridico, economico, patrimoniale e tecnico (*ring fence*) dalle attività di impresa dei singoli promotori.

La costituzione di una società ad hoc diventa elemento imprescindibile per realizzare un'operazione di finanza di progetto, diversificandola da una normale concessione di costruzione e gestione.

Il project financing è noto come operazione *flow-based* poiché i finanziatori valutano il merito di credito dell'operazione in base alla consistenza dei flussi di cassa previsionali destinati unicamente, prima, al servizio del debito e, poi, alla remunerazione del capitale investito.

Il successo del progetto si fonda inoltre su un sistema di garanzie di tipo contrattuale, un *security package*, che permette di allocare la responsabilità dei rischi connessi ai numerosi soggetti coinvolti nell'operazione, attraverso un complesso sistema di contratti (Boeri, Cohen 1998).

L'ottimale *risk sharing*, in termini di rischi individuati e allocati e di costo di trasferimento, è subordinato alla capacità di allocarli secondo il principio del maggior know-how delle parti coinvolte nel *risk management*.

In altre parole, i rischi vengono trasferiti a coloro che hanno le maggiori competenze per gestirli efficientemente e per renderli accettabili, minimizzando quelli in capo alla SPV e alla pubblica amministrazione.

Per le sue caratteristiche, il project financing consente di ridurre il costo complessivo del finanziamento dell'iniziativa economica per effetto dell'elevata leva finanziaria conseguibile (rapporto tra capitale di debito e di rischio).

La scelta del project financing da parte di un'amministrazione pubblica, anche se spesso non dichiarata, deriva principalmente dalla volontà di finanziare investimenti difficilmente realizzabili per la scarsità di fondi pubblici disponibili.