



Comitato Interministeriale Programmazione Economica
Unità Tecnica Finanza di Progetto

PROJECT FINANCE

Elementi introduttivi



PROGETTO FORMAZIONE

– Agenda –

- ❑ Definizione di project finance
- ❑ Principali caratteristiche del project finance
- ❑ Elementi base del project finance
- ❑ Conclusioni

– Definizione di *project finance* –

- ❑ Il *project finance* è un approccio multidisciplinare al finanziamento di specifici investimenti caratterizzati da ampi livelli di complessità di strutturazione nonché dalla possibilità di ricorrere ad un elevato coinvolgimento di finanziamenti provenienti dal settore bancario
- ❑ La principale garanzia per il rimborso dei finanziamenti é rappresentata dai flussi di cassa del progetto, che si devono manifestare con adeguati livelli di certezza, e da una efficace gestione dei rischi legati all’iniziativa, che permette di limitare la possibilità che i flussi di cassa previsti vengano meno
- ❑ La valutazione di sostenibilità economico/finanziaria della singola iniziativa si basa esclusivamente sulla qualità (intesa come capacità di generare flussi di cassa a fronte di un determinato livello di rischio) del singolo progetto e non su merito creditizio dei singoli azionisti



– Agenda –

- ❑ Definizione di project finance
- ❑ Principali caratteristiche del project finance
- ❑ Elementi base del project finance
- ❑ Conclusioni

– Principali caratteristiche del project finance –

Non è una tecnica, non è un semplice strumento finanziario ...

È UN APPROCCIO

alla realizzazione, gestione e
finanziamento di



Caratterizzati da

Elevati fabbisogni
finanziari iniziali

*I finanziamenti sono concessi in
base alla esclusiva capacità di
credito del progetto*

Possibilità di ripartire i
rischi sui diversi
soggetti partecipanti

*Il progetto è reso un'entità
autonoma (S. di P.) ed indipendente
rispetto alle aziende che a vario
titolo lo promuovono*



– Principali caratteristiche del project finance –

PRINCIPALI CARATTERISTICHE

- ✓ Il progetto viene valutato dai finanziatori principalmente (ma non esclusivamente) per la sua capacità di generare flussi di cassa
- ✓ I suddetti flussi di cassa, connessi alla gestione del progetto, costituiscono la fonte primaria per il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio
- ✓ La fase di gestione dell'opera costituisce elemento di primaria importanza (al pari della sua costruzione), in quanto soltanto una gestione efficace e qualitativamente elevata consente di generare i flussi di cassa necessari a soddisfare banche ed azionisti
- ✓ Le principali garanzie connesse all'operazione sono di natura contrattuale piuttosto che di natura reale
- ✓ Il “montaggio” dell'operazione è caratterizzato da un importante processo di negoziazione tra i diversi soggetti coinvolti (azionisti, banche, controparti commerciali), avente una durata variabile e volto alla ripartizione dei rischi dell'iniziativa tra i diversi partecipanti



– *Principali caratteristiche del project finance* –

NON RECOURSE

È esclusa la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti; o le banche operano secondo logiche non tradizionali accollandosi rischi imprenditoriali, oppure esistono soggetti terzi che forniscono singolarmente o in modo combinato appropriate garanzie

***LIMITED
RECOURSE***

La rivalsa verso gli azionisti è limitata:

- ✓ nel tempo
 - ✓ nell'ammontare
 - ✓ nella qualità
-

FULL RECOURSE

Rivalsa totale: gli azionisti si assume l'intero rischio ma cadono i presupposti del *project finance*

– *Principali caratteristiche del project finance* –

Progetti dotati di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi da utenza:

Iniziative in cui i ricavi commerciali consentono al settore privato un integrale recupero dei costi di investimento nell'arco della vita della concessione. Coinvolgimento del settore pubblico limitato ad identificare le condizioni necessarie per consentire la realizzazione del progetto

Progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione:

Iniziative - carceri, ospedali, scuole - per le quali il soggetto privato che le realizza e gestisce trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) da pagamenti effettuati dalla pubblica amministrazione *su base commerciale*

Progetti che richiedono una componente di contribuzione pubblica:

Iniziative i cui ricavi commerciali da utenza sono di per se stessi insufficienti a generare adeguati ritorni economici, ma la cui realizzazione genera rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali indotti dalla infrastruttura. Tali esternalità giustificano l'erogazione di una componente di contribuzione pubblica

– Principali caratteristiche del project finance –

L'evoluzione del project finance

Dall'energia...

- ❑ Il *project finance* ha avuto inizialmente un'ampia applicazione negli Stati Uniti nel settore dell'energia e dell'estrazione dei combustibili
- ❑ La sua applicazione ha quindi riscosso successo anche in Europa nell'ambito degli stessi settori (anche in Italia)

...alle infrastrutture

- ❑ E' stato via, via utilizzato anche nel settore delle infrastrutture di pubblica utilità, in particolare di quelle di tipo viario (autostrade, tunnel, ecc.)
- ❑ 1992: il Governo conservatore britannico lancia la c.d. Private Finance Initiative, un programma teso a creare un contesto istituzionale favorevole al coinvolgimento dei capitali privati nella realizzazione delle infrastrutture



– Principali caratteristiche del project finance –

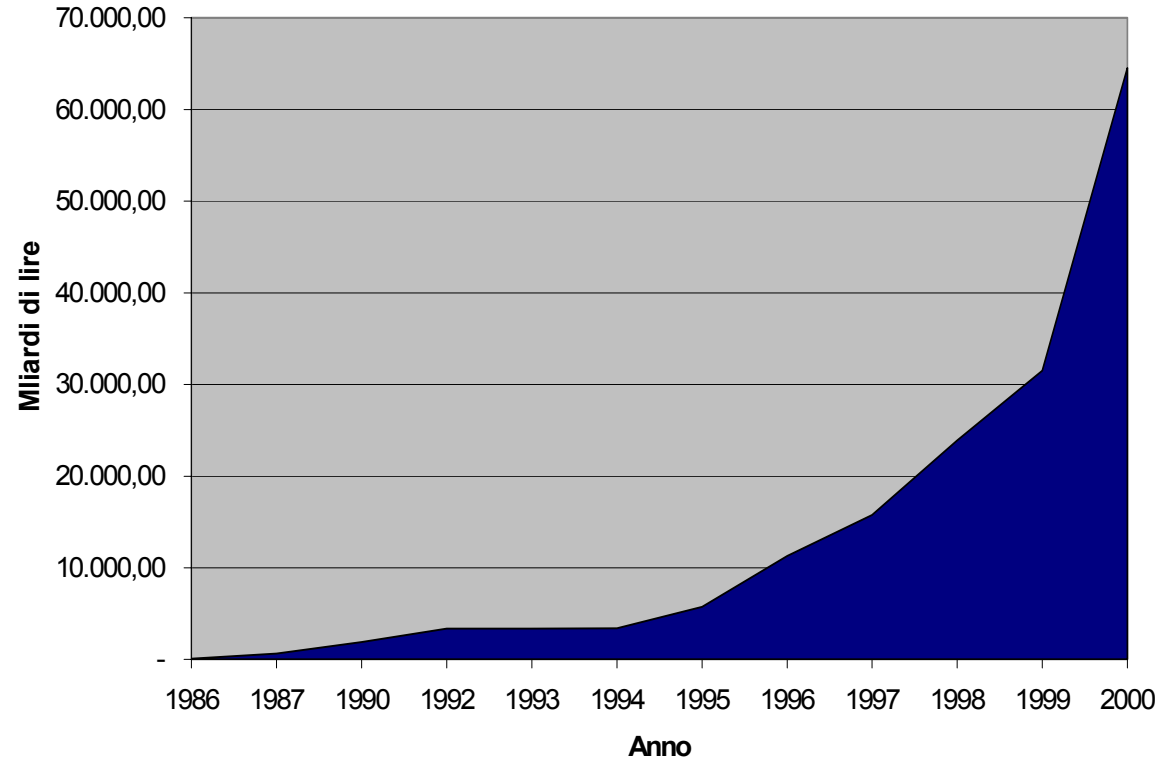
L'esperienza britannica

- I presupposti -

- ☐ Partecipazione del settore privato
- ☐ Trasparenza nelle procedure di gara
- ☐ *Value for money*
- ☐ Trasferimento dei rischi dal pubblico al privato

- I risultati -

Investimenti cumulati attivati con capitale privato in Gran Bretagna



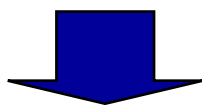
Fonte: PartnershipUK



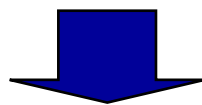
– Principali caratteristiche del project finance –

L'esperienza italiana

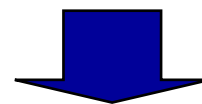
□ L'esperienza legata alla liberalizzazione del settore elettrico



□ La capitalizzazione dell'esperienza del settore elettrico in quello ambientale (*waste to energy*)



□ Le prime esperienze nel settore idrico



□ L'avvio dell'esperienza nel settore sanitario/ospedaliero



□ 10.000 miliardi di lire di investimenti relativi a centrali in co-generazione



□ 3 impianti di termovalorizzazione finanziati per circa 600 miliardi di lire ed altri impianti in via di start up per oltre 1.500 miliardi



□ 5 gare per gestore idrico integrato, 1 gara 37 bis (depurazione/fognatura)

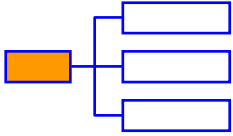


□ 4 progetti in corso di studio/attivazione (Trento, Mestre, Desenzano, Ancona)

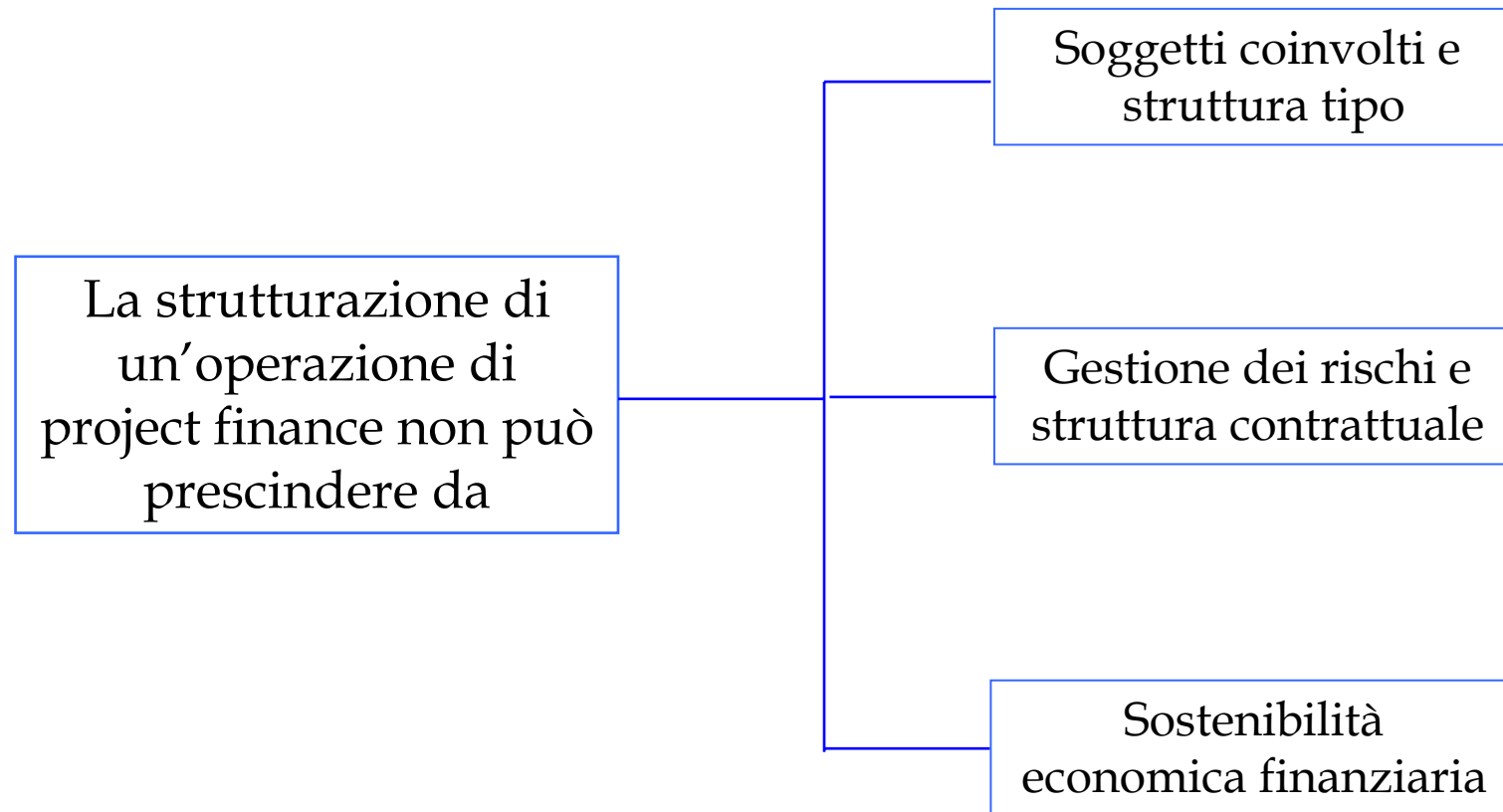


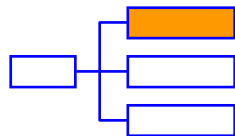
– Agenda –

- ❑ Definizione di project finance
- ❑ Principali caratteristiche del project finance
- ❑ Elementi base del project finance
- ❑ Conclusioni



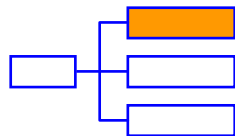
– Elementi base del project finance –





– Soggetti coinvolti e struttura tipo –

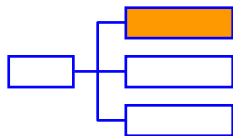
- ☐ Società Veicolo (S.V.)
- ☐ Azionisti
- ☐ Finanziatori
- ☐ Consulenti (finanziari, legali, ecc.)
- ☐ Costruttore/i
- ☐ Gestore
- ☐ Fornitori
- ☐ Clienti/Mercato



– Soggetti coinvolti e struttura tipo –

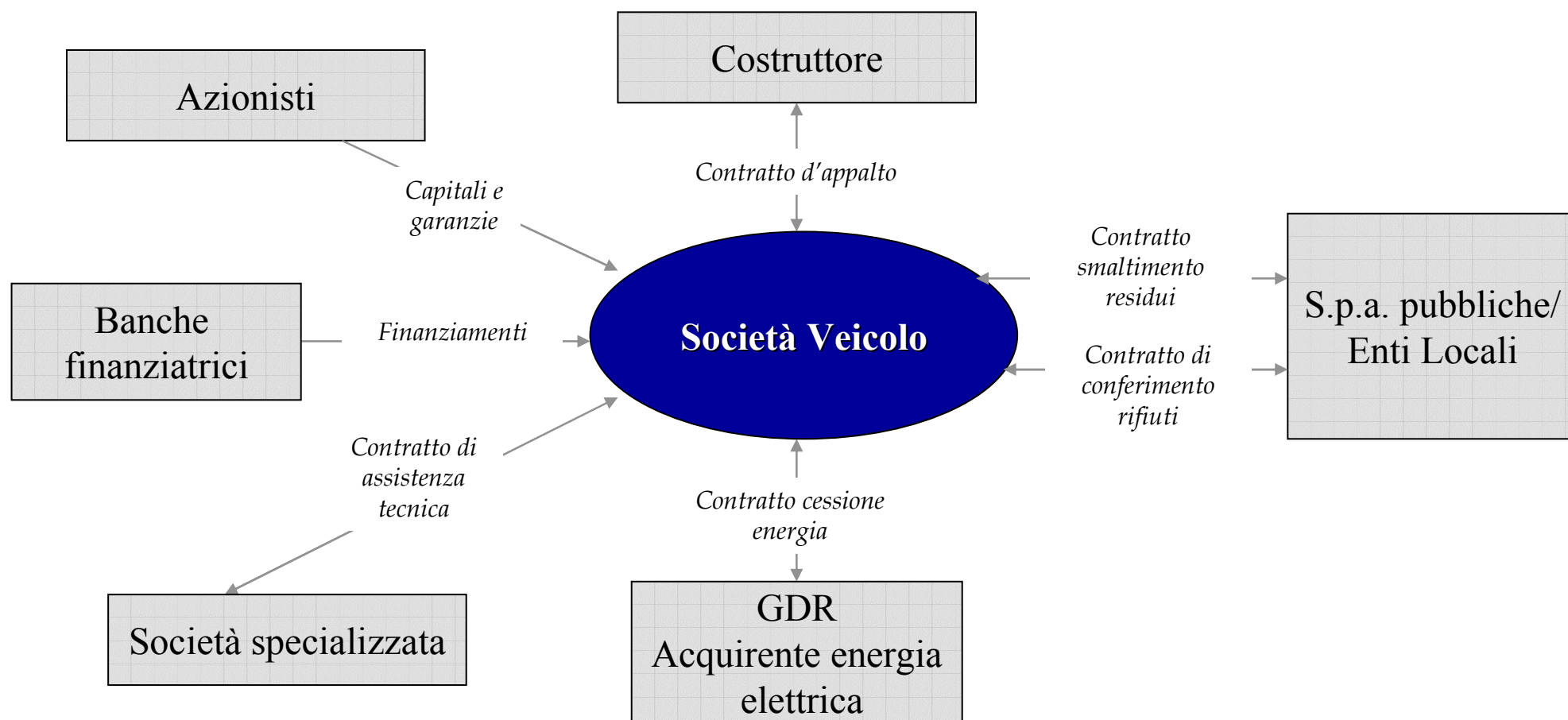
SCHEMA GENERALE

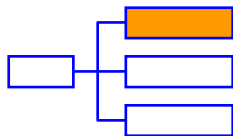




– Soggetti coinvolti e struttura tipo –

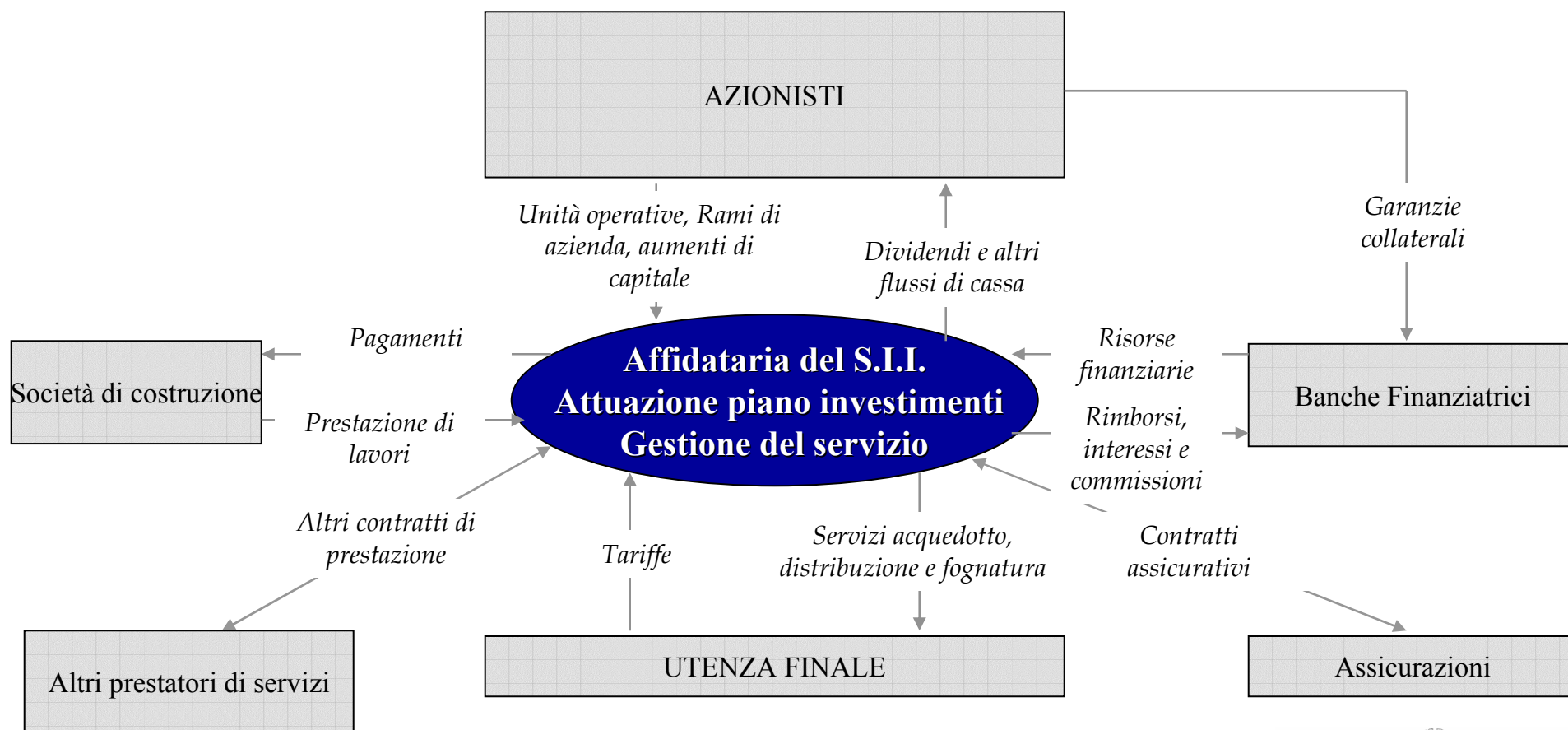
SCHEMA RELATIVO ALLA REALIZZAZIONE DI UN TERMOVALORIZZATORE

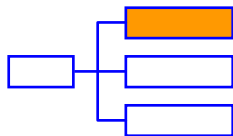




– Soggetti coinvolti e struttura tipo –

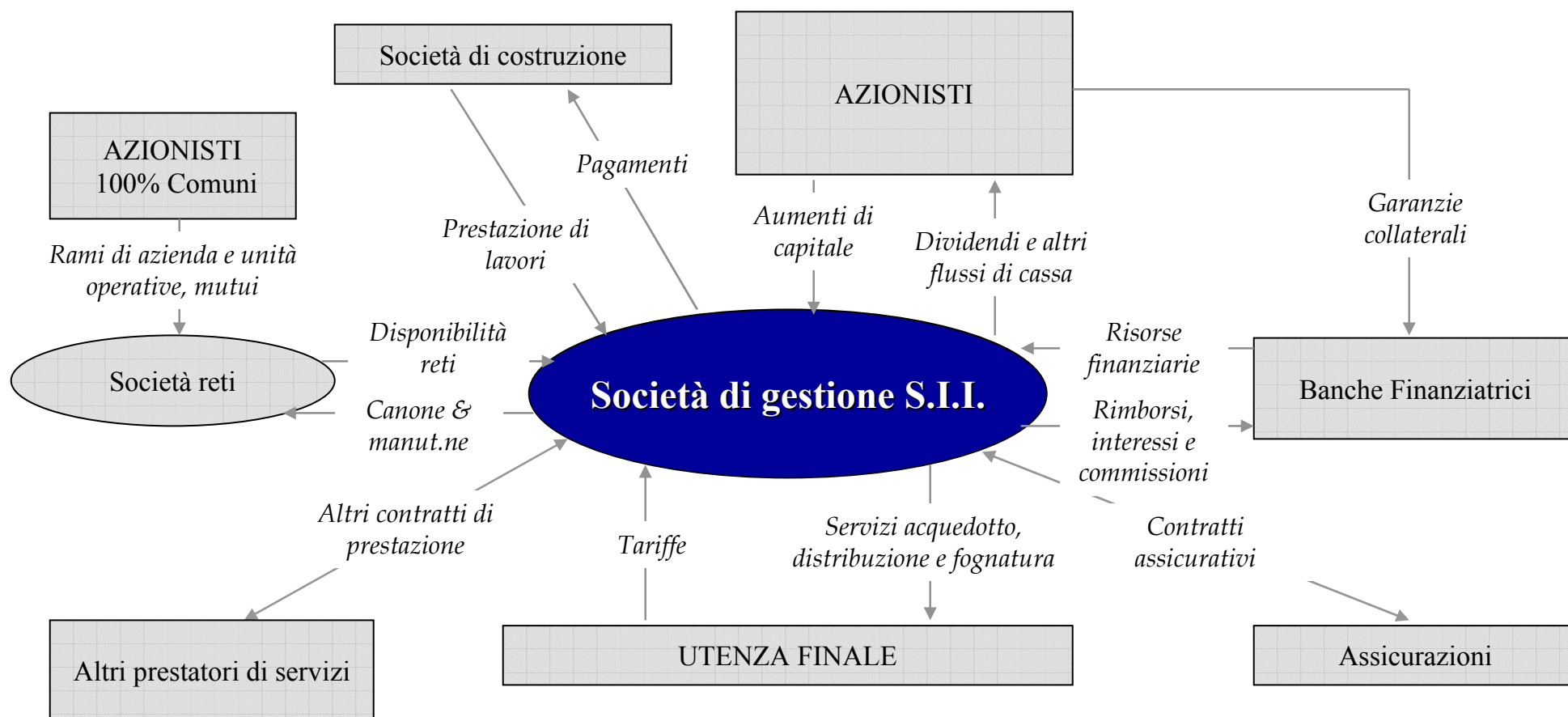
SCHEMA AFFIDAMENTO S.I.I. – IPOTESI 1 SOCIETA' UNICA (RETI+GESTIONE)

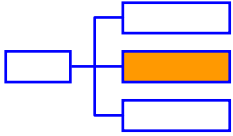




– Soggetti coinvolti e struttura tipo –

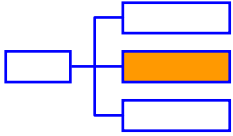
SCHEMA AFFIDAMENTO S.I.I. – IPOTESI 2 SOCIETA' RETI E SOCIETA' GESTIONE





– *Gestione dei rischi e struttura contrattuale* –

- ❑ La complessiva gestione dei rischi del progetto e degli accordi contrattuali definisce il *security package*
- ❑ L'individuazione dello specifico *security package* di progetto costituisce l'aspetto più complesso di qualsiasi operazione di project finance
- ❑ Il *security package* costituisce l'elemento principale che deve garantire alle banche il recupero dei capitali resi disponibili per la Società Veicolo



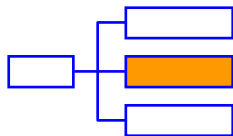
– Gestione dei rischi e struttura contrattuale –

ANALISI ED ALLOCAZIONE DEI RISCHI

- ✓ Realizzazione (extra costi, ritardo, performance contrattuale e minima)
 - ✓ Volumi e qualità del servizio (performance di gestione)
 - ✓ Domanda (take or pay, delivery or pay, ecc.)
 - ✓ Tariffa
 - ✓ Certezza del flusso dei pagamenti
- } **Certezza dei ricavi**
-
- ✓ Solidità finanziaria della/e controparte/i commerciale/i (comuni, municipalizzate, consorzi, gestore integrato, utenza ecc.)

MATRICE DEI RISCHI



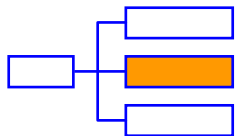


– Gestione dei rischi e struttura contrattuale –

MATRICE DEI RISCHI

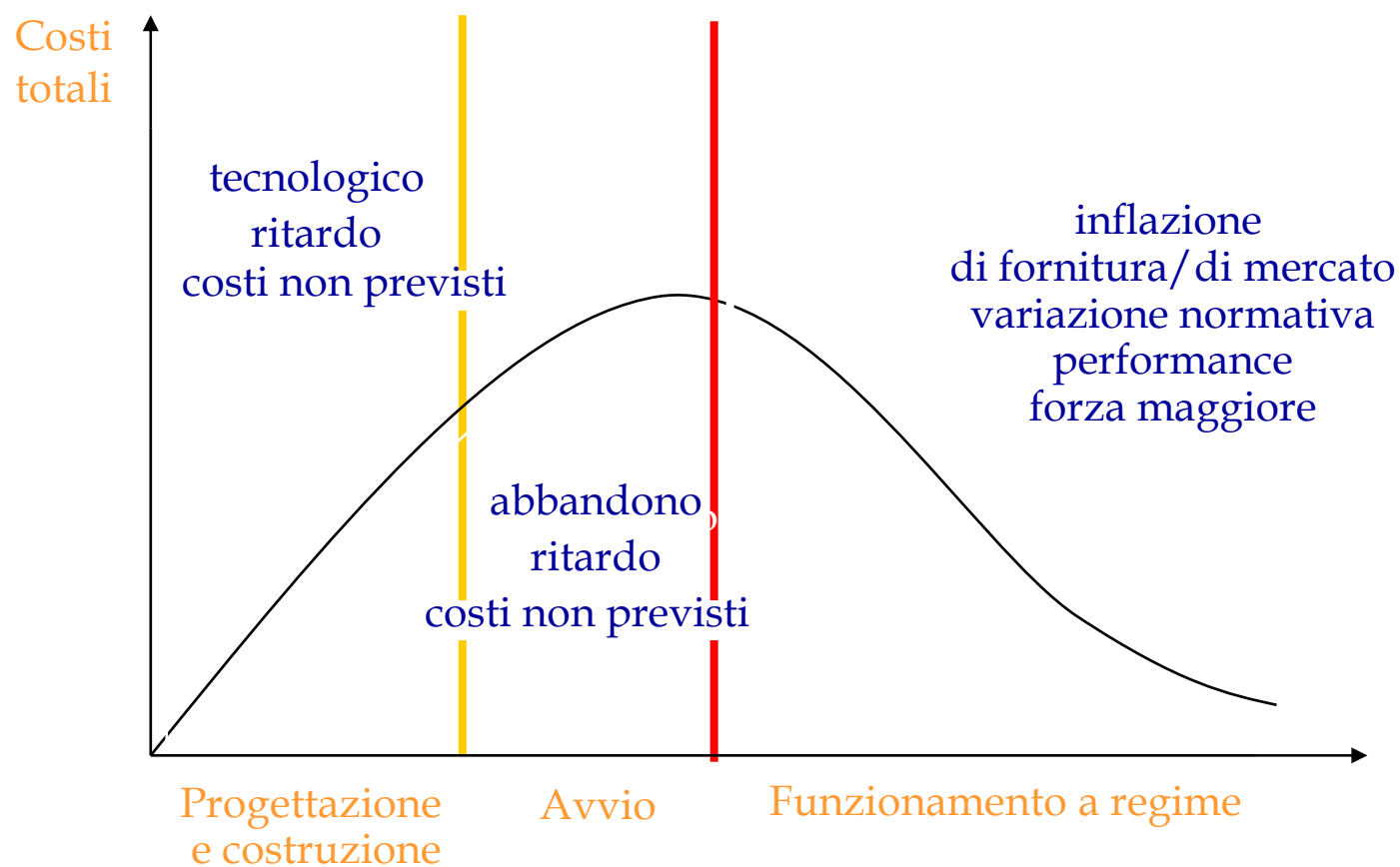
Rischi		Pubblico	Privato	Misto
Costruzione	Rischio che la realizzazione dell'opera non avvenga nei tempi, nei costi e con le specifiche concordate		X	
Gestione	Rischio che i costi operativi del progetto differiscano da quelli previsti a budget o che il livello di prestazione previsto non sia raggiunto o che il servizio non possa essere erogato		X	
Manutenzione	Rischio che i costi necessari a mantenere il bene in perfetto stato di funzionamento varino rispetto a quelli previsti da budget		X	
Disponibilità	Rischio che la "quantità di servizio" fornito dal progetto sia inferiore alla quantità prevista nel contratto		X	
Finanziamento	Rischio di mancato reperimento delle risorse finanziarie nei termini e nelle condizioni necessarie alla realizzazione e gestione dell'iniziativa in linea con le previsioni economiche finanziarie iniziali		X	
Domanda	Rischio che la domanda relativa al progetto sia inferiore al livello previsto	X	X	X
Forza maggiore	Rischio che un evento imprevedibile ed incontrollabile da parte di tutte le parti coinvolte nel progetto comporti un aumento dei costi o, nei casi peggiori, l'impossibilità di erogare il servizio o di acquistarlo			X

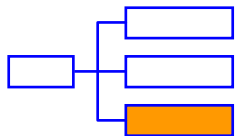




– Gestione dei rischi e struttura contrattuale –

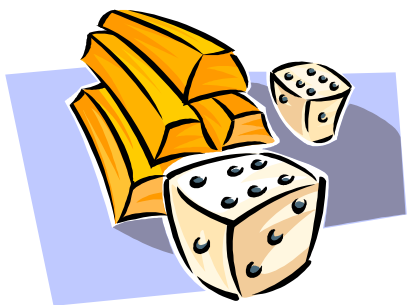
ANDAMENTO DEI RISCHI





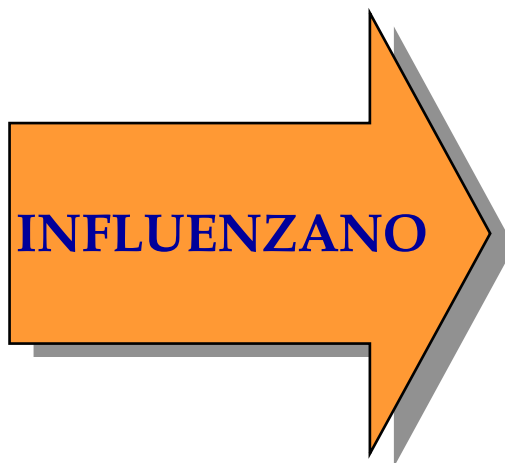
– Sostenibilità economico finanziaria –

Affinchè il progetto sia sostenibile da un punto di vista economico finanziario deve essere possibile “vincolare” la dinamica finanziaria in modo da ridurre al minimo la possibilità che i flussi di cassa attesi non raggiungano i livelli necessari a garantire il pieno rimborso del debito contratto dalla S.V.

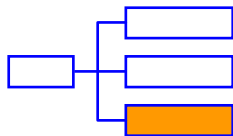


RISCHI

Qualsiasi evento che possa causare uno scostamento nei flussi di cassa effettivamente generati dall'iniziativa

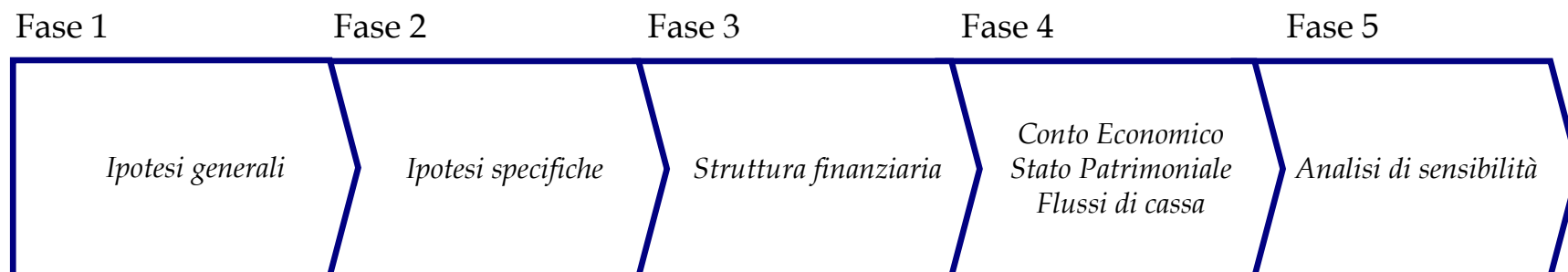


Autofinanziamento
Rimborso prestiti
Remunerazione azionisti



– Sostenibilità economico finanziaria –

MODELLO FINANZIARIO



– FONTI –

Capitale proprio

Capitale di debito

– IMPIEGHI –

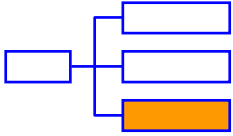
Investimenti

Commissioni

Interessi durante la costruzione

Altri elementi :

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



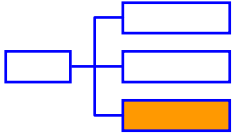
– Sostenibilità economico finanziaria –

MODELLO FINANZIARIO

- + Ricavi da attività di gestione
- Costi per acquisto di input
- Costi per manutenzioni e riparazioni
- Altri costi (in particolare assicurativi)
- Imposte e tasse
- = **Flusso di cassa ante capitale circolante ed investimenti**
- ± Variazione del capitale circolante netto
- = **Flusso di cassa ante investimenti**
- Investimenti/disinvestimenti
- = **Flusso di cassa operativo**

Il flusso di cassa operativo risulta principalmente influenzato:

- dalla struttura contrattuale del progetto
- dalla probabilità che si verifichi un rischio non correttamente allocato



– Sostenibilità economico finanziaria –

MODELLO FINANZIARIO

- + Ricavi da attività di gestione
- Costi per acquisto di input
- Costi per manutenzioni e riparazioni
- Altri costi (in particolare assicurativi)
- Imposte e tasse

Contratto di cessione o cessione sul mercato?

Contratto di acquisto o approvvigionamento sul mercato?

Contratto di manutenzione o gestione diretta?

= **Flusso di cassa ante capitale circolante ed investimenti**

± Variazione del capitale circolante netto

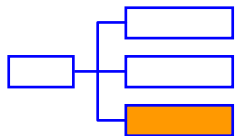
= **Flusso di cassa ante investimenti**

- Investimenti/disinvestimenti

Contratto di costruzione a prezzo fisso chiavi in mano o appalto tradizionale?

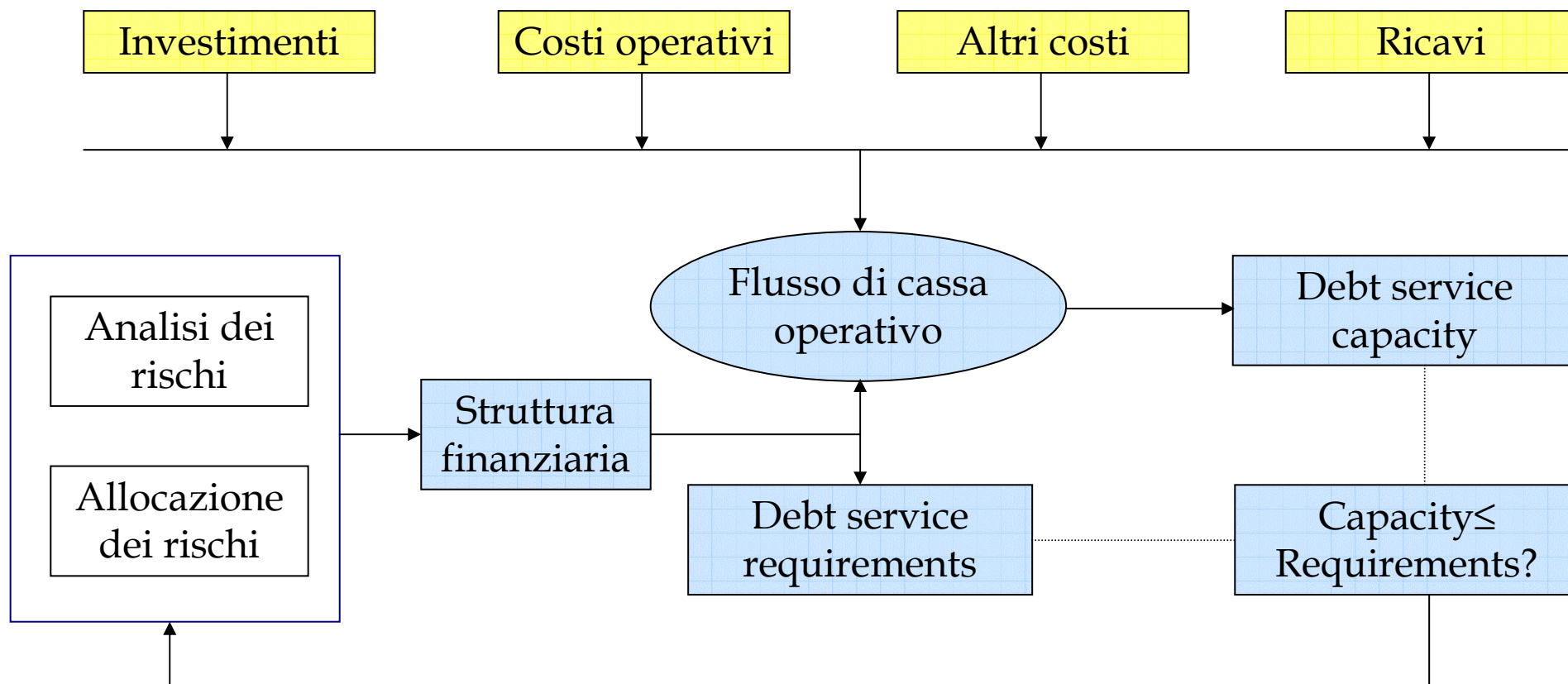
= **Flusso di cassa operativo**

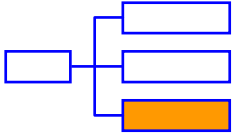




– Sostenibilità economico finanziaria –

MODELLO FINANZIARIO E VERIFICA DELLA BANCABILITA'





– Sostenibilità economico finanziaria –

MODELLO FINANZIARIO E VERIFICA DELLA BANCABILITA'

Destinazione del flusso di cassa

- + Flusso di cassa operativo disponibile per il servizio del debito (netto imposte e tasse)
- Pagamento interessi passivi
- Rimborso quote capitale debito

= **Flusso di cassa per acc.to riserve per il debito**

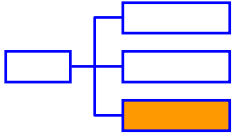
- ± Accantonamento/prelievo a/da riserva per il pagamento del debito

= **Flusso di cassa disponibile per gli azionisti**

- Pagamento interessi debito subordinato
- Rimborso capitale debito subordinato
- Dividendi

= **Flusso di cassa operativo destinato alla tesoreria**





– Sostenibilità economico finanziaria –

GLI INDICATORI NUMERICI DELLA BANCABILITA'

Loan Life cover ratio (LLCR)

- Indice del servizio del debito calcolato sulla durata residua del debito
- 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
- 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

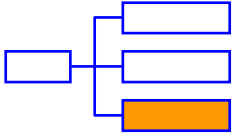
Annual debt service cover ratio (ADSCR)

- Indice di servizio annuale del debito
- 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
- E' un indice istantaneo in quanto verifica la capacità del progetto di rimborsare la rata di debito relativa all'anno corrente

Project cover ratio (PCR)

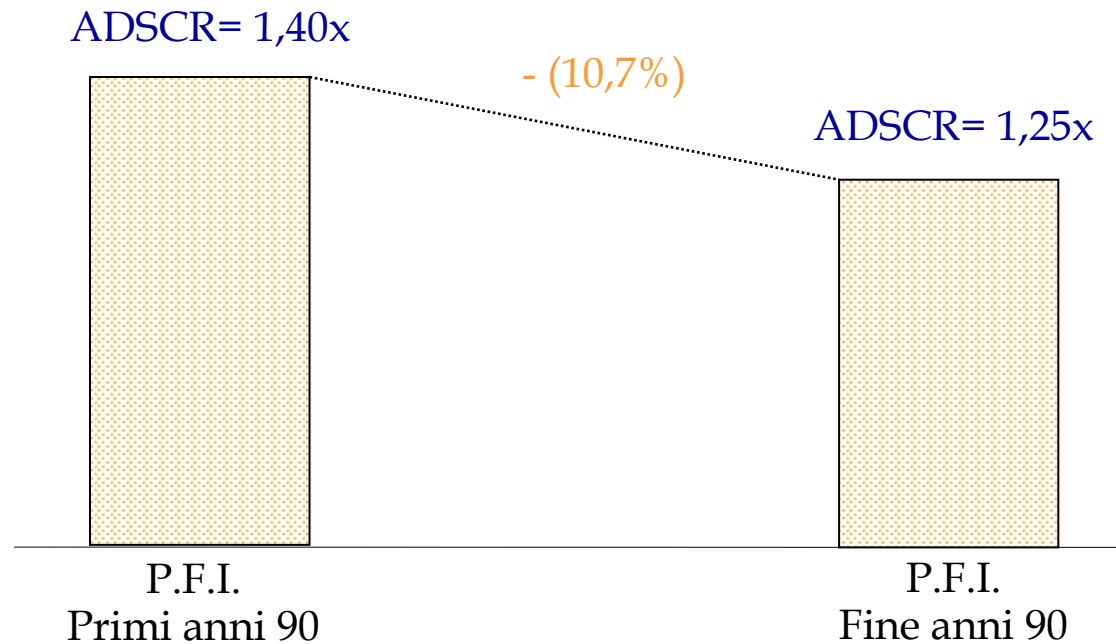
- Indice del servizio del debito calcolato sulla durata della concessione
- Rappresenta il quoziente tra (1) la somma attualizzata al tasso di interesse del debito, dei flussi di cassa operativi tra l'istante di valutazione (s) e l'ultimo anno di concessione (s+m) incrementata della riserva di cassa per il servizio del debito e (2) il debito residuo O allo stesso istante (s) di valutazione
- 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 della concessione

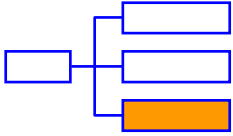




– *Sostenibilità economico finanziaria* –

PROGETTI IN GRAN BRETAGNA – EVOLUZIONE DEGLI INDICI MINIMI DI BANCABILITA' RICHIESTI DAL MERCATO

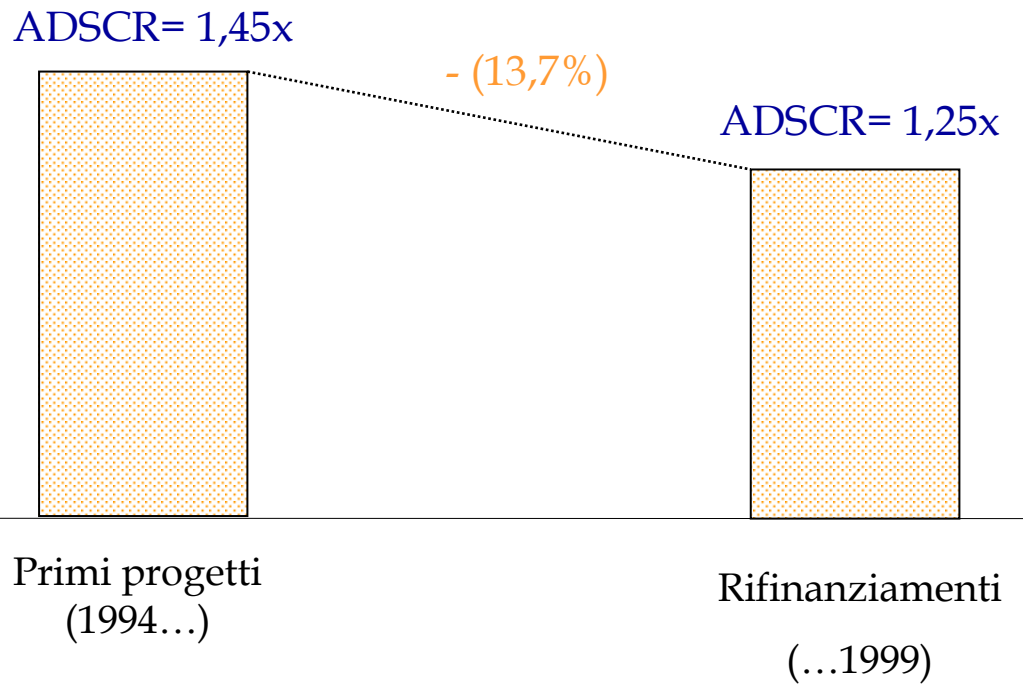




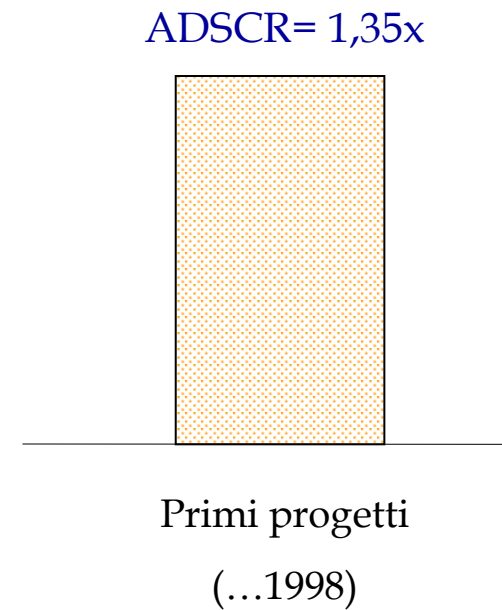
– Sostenibilità economico finanziaria –

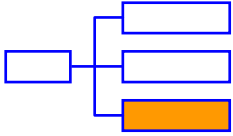
I PROGETTI ITALIANI

- Settore energia -



- Waste to energy -





– Sostenibilità economico finanziaria –

GLI INDICATORI NUMERICI DELLA REDDITIVITA'

□ Valore attuale netto:

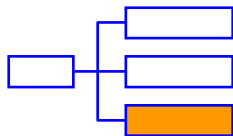
$$VAN = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+r)} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n} = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

È il valore attualizzato dei flussi di cassa del progetto

□ Tasso interno di rendimento:

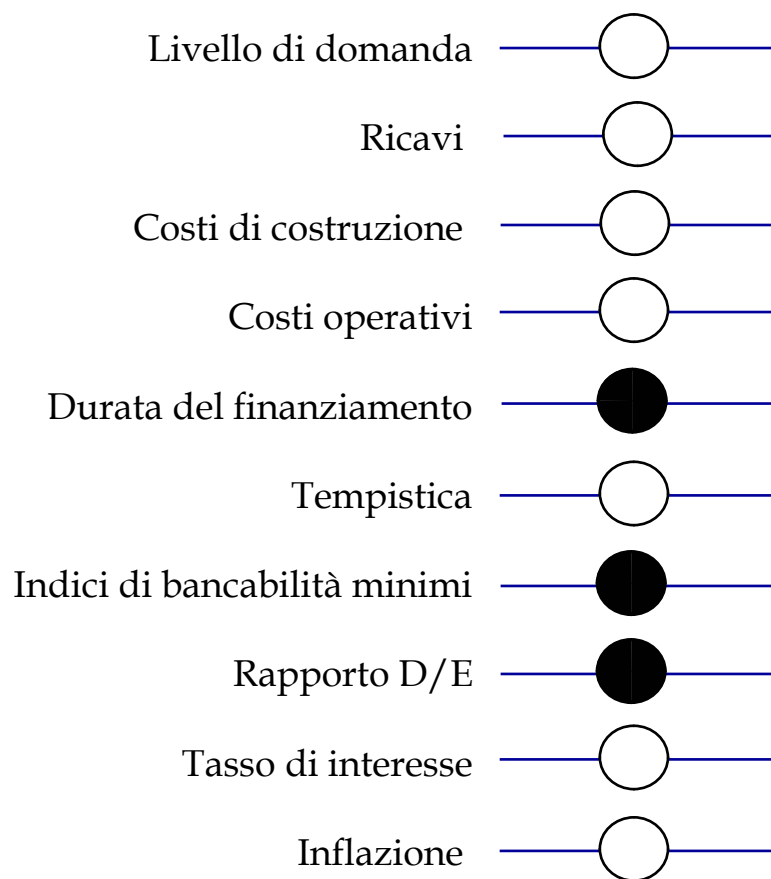
$$0 = CF_0 + \frac{CF_1}{(1+TIR)} + \frac{CF_2}{(1+TIR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+TIR)^n} = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+TIR)^t}$$

È il tasso di sconto che rende uguale a zero il VAN del progetto



– Sostenibilità economico finanziaria –

L'ANALISI DI SENSIBILITA'



La finalità...



*verificare la resistenza
del progetto a eventi
negativi*

= parametro fisso
 = parametro variabile

– Agenda –

- ❑ Definizione di project finance
- ❑ Principali caratteristiche del project finance
- ❑ Elementi base del project finance
- ❑ Conclusioni

– Conclusioni –

- ❑ Il *project finance* è un'operazione finanziaria strutturata e complessa
- ❑ Il *project finance* è basato essenzialmente sulla possibilità di realizzare un'opera e di recuperare i capitali investiti (di debito e di rischio) attraverso i flussi di cassa generati dal progetto
- ❑ Il fulcro del *project finance* è costituito dal *security package* e dalla elaborazione del piano economico-finanziario
- ❑ La strutturazione di un'operazione di *project finance* presuppone processi di negoziazioni di contratti commerciali e finanziari volti all'allocazione dei rischi ottimale che permetta l'individuazione della bancabilità

– Conclusioni –

- ❑ L'utilizzo del project finance non può essere una scelta incondizionata ma deve dipendere da una analisi dettagliata di tutti gli elementi che ne permettono il “montaggio”
- ❑ L'utilizzo del *project finance* da parte della P.A. non deve essere legato “semplicemente” alla possibilità di limitare l'utilizzo di risorse finanziarie proprie, ma anche alla possibilità di trasferire certe tipologie di rischio all'operatore privato

