



**PROVINCIA di FROSINONE
CIOCIARIA SVILUPPO S.c.p.a.**

LABORATORI PER LO SVILUPPO LOCALE

Azione n. 2 - Progetti per lo sviluppo locale

“LA FINANZA DI PROGETTO”

Frosinone, 28 gennaio 2008

**L'analisi economico -
finanziaria dei progetti**

LAURA MARTINIELLO

Unità Tecnica Finanza di Progetto

Le caratteristiche tecniche

- Il Project Financing, o Finanza di Progetto, è una modalità d'approccio alla realizzazione, gestione e finanziamento di una iniziativa economica complessa:
- che viene realizzata attraverso la costituzione di una società di progetto che consente la separazione economica e giuridica dell'investimento;
- in cui il progetto di investimento viene valutato dai finanziatori - azionisti e banche - principalmente (ma non esclusivamente) per la sua capacità di generare flussi di cassa;
- in cui i flussi di cassa derivanti dalla gestione costituiscono la fonte primaria per il rimborso del debito e la remunerazione del capitale di rischio;
- in cui le garanzie principali sono prevalentemente di natura contrattuale piuttosto che di natura reale.

Il principio del ring fence

- Il finanziamento non è diretto ad un'impresa pre-esistente bensì va a beneficio di una società di nuova costituzione ("società di progetto" o anche "SPV" - Special Purpose Vehicle) la cui esclusiva finalità è la realizzazione e la gestione del progetto stesso.
- La società di progetto è un'entità giuridicamente distinta da quella del/i promotore/i del progetto, con la conseguente separazione dei flussi generati dal progetto da quelli relativi alle altre attività del promotore.
- In caso di fallimento:
 - del progetto, il finanziatore non potrà rivalersi su beni del promotore diversi da quelli di proprietà della società di progetto;
 - del promotore, la società di progetto continuerà ad esistere perseguendo le proprie finalità.
- Inoltre, la costituzione di una SPV consente agli enti finanziatori l'applicazione di formule di controllo molto stringenti e l'imposizione di vincoli contrattuali e societari.

La fase di gestione dell'iniziativa (project management) costituisce un elemento di primaria importanza in quanto soltanto una gestione efficace e qualitativamente qualificata consente di generare i flussi di cassa necessari a soddisfare banche ed azionisti.

Si possono distinguere tre tipologie di progetti:

- 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).
- progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla Pubblica Amministrazione (es. carceri, ospedali ove la remunerazione del privato deriva da prestazioni erogate esclusivamente/principalmente alla PA),
- progetti la cui realizzazione genera rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali, ma che richiedono una componente di contribuzione pubblica in quanto insufficienti a generare adeguati ritorni economici.

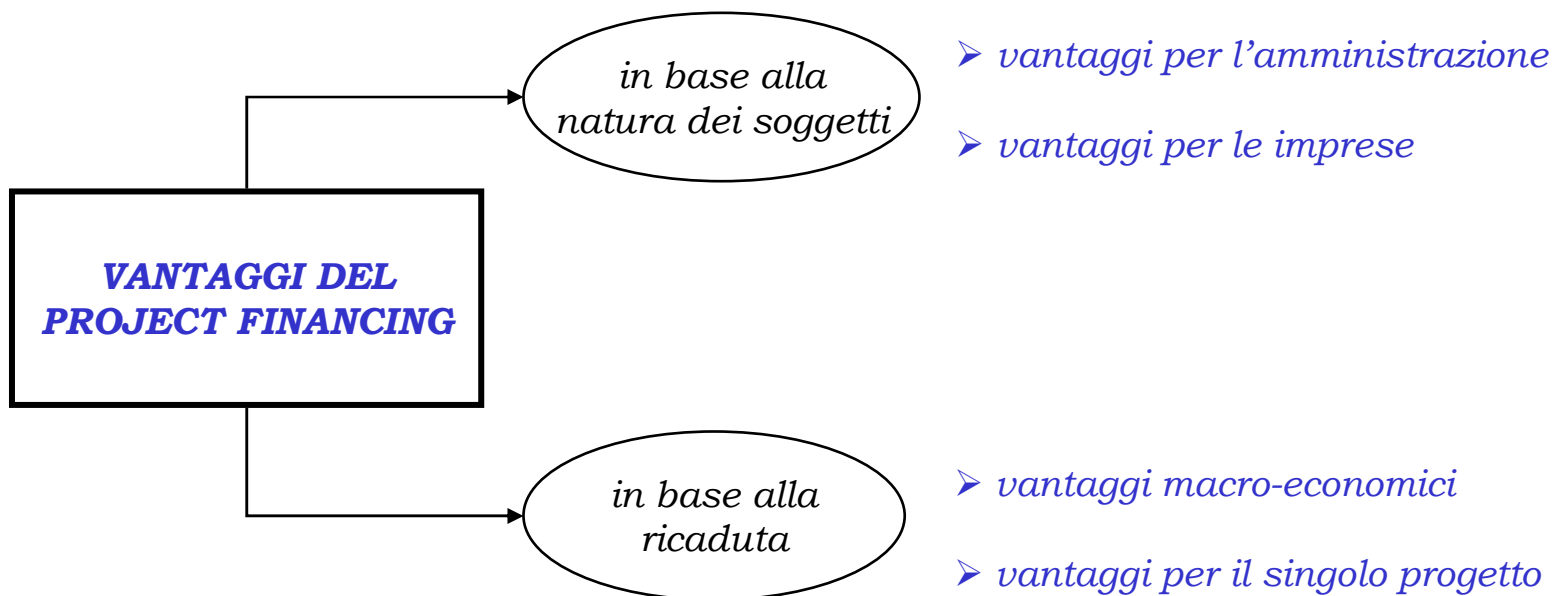


Il principio del ring fence ha anche un'implicazione rilevante dal punto di vista finanziario determinando:

- una correlazione diretta tra fabbisogni e coperture finanziarie relativi al progetto specifico;
- che la valutazione di sostenibilità economico/finanziaria della singola iniziativa si basa esclusivamente sulla capacità di generare flussi di cassa a fronte di un determinato livello di rischio;
- la relativa irrilevanza del merito creditizio dei singoli azionisti.

Pertanto il piano economico-finanziario deve evidenziare la capacità del cash-flow del progetto di garantire un regolare servizio del debito e di remunerare il capitale di rischio in modo soddisfacente.

I principali vantaggi del ricorso al project financing si possono distinguere in base alle seguenti classificazioni:



Vantaggi per l'amministrazione

- possibilità di realizzare un'iniziativa di notevole interesse per la collettività, limitandone l'impatto sul bilancio pubblico e senza assumersi il rischio di mercato, che è a carico dei privati;
- tendenzialmente, la realizzazione di un'opera in project financing, per la presenza di soggetti privati, dovrebbe garantire una più elevata qualità della progettazione, tempi più ridotti e maggiore efficienza gestionale

Vantaggi per le imprese

- possibilità di limitare l'impatto sul proprio bilancio di un eventuale fallimento del progetto;
- possibilità di accedere a nuovi finanziamenti "fuori bilancio", evitando di peggiorare i propri indici di indebitamento;
- possibilità di attivare un'elevata leva finanziaria (con percentuali di debito su mezzi propri che può giungere anche al 70-90%);
- possibilità di mettere in comune con altre imprese (pubbliche e private) competenze e risorse su progetti innovativi e per questo più rischiosi;

I principali svantaggi sono rappresentati da:

- maggiori costi di organizzazione in relazione alla necessità di una struttura contrattuale più complessa (costi legali, tecnici e finanziari per implementare la struttura, costi assicurativi, commissioni vari, studi, etc);
- maggiori controlli sul progetto



La valutazione della proposta

L'amministrazione valuta la fattibilità della proposta sotto i seguenti profili:

1. Costruttivo
2. Urbanistico
3. Ambientale
4.
8. Del rendimento
9. Del costo di gestione e manutenzione
10. Della durata della concessione
11. Dei tempi di ultimazione dei lavori
12. Delle tariffe da applicare e della metodologia di aggiornamento delle stesse
13. Del valore economico e finanziario del piano e del contenuto della bozza di convenzione

La valutazione della proposta

E' quindi necessario un accurato esame dell'impianto economico e finanziario ai fini della valutazione della proposta.

Il primo requisito da verificare è che i ricavi di gestione, una volta detratti i costi, garantiscano un margine operativo in grado di ripagare la spesa inizialmente sostenuta per la realizzazione dell'opera. (convenienza economica).

Inoltre, nel casi di finanziamento bancario è necessario accertare che la gestione ancorché positiva, non presenti periodi di liquidità insufficiente. (sostenibilità finanziaria)

Il piano economico e finanziario

Lo sviluppo di un modello economico-finanziario risulta necessario per consentire ai promotori dell'iniziativa di valutare correttamente la convenienza economica e la sostenibilità finanziaria di uno specifico Progetto

Per convenienza economica si intende la capacità del Progetto di:

- creare valore;
- generare un livello di redditività per il capitale investito adeguato rispetto alle aspettative dell'investitore privato ed alla possibilità di attivare finanziamenti strutturati in project financing;

Per sostenibilità finanziaria si intende la capacità del Progetto di:

- generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti attivati, compatibilmente con una adeguata remunerazione degli investitori privati coinvolti nella realizzazione e nella gestione dell'iniziativa (c.d. azionisti della società di progetto).

Sostenibilità economico - finanziaria

Sul piano metodologico, il processo di impostazione ed elaborazione di un modello si sviluppa secondo il diagramma di flusso sottostante al quale deve essere applicata una logica iterativa per tenere conto di miglioramenti ed aggiustamenti successivi.

Dati ed ipotesi di input

- ✓ Ipotesi tecnico operative_(A)
- ✓ Ipotesi fiscali
- ✓ Ipotesi finanziarie
- ✓ Ipotesi macroeconomiche

Moduli di calcolo

- ✓ Analisi investimenti
- ✓ Ricavi/Costi operativi
- ✓ Tassazione
- ✓ Debito

Elaborati di output

- ✓ Conto economico
- ✓ Stato Patrimoniale
- ✓ Flussi di cassa
- ✓ Prospetto fonti-impieghi
- ✓ Indici di redditività
- ✓ Indici di bancabilità

Dati ed ipotesi desunti e/o definiti in base allo SdF

Fonte: CIPE-UTFP, *La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata*, scaricabile all'indirizzo http://www.utfp.it/docs/documenti/eco_fin/valutazione_eco-fin.PDF

Successivamente allo sviluppo del modello si può procedere alla elaborazione dell'analisi finanziaria secondo un processo che, idealmente, può essere scomposto in tre fasi:

Fase 1 - Predisposizione del Piano Economico-Finanziario Preliminare di base.

Fase 2 - Identificazione delle Fonti di finanziamento, elaborazione del Piano Economico Finanziario Definitivo ed Analisi dei Rischi.

Fase 3 - Identificazione degli Scenari che presentano le migliori caratteristiche di redditività finanziaria.

Predisposizione del piano economico-finanziario preliminare di base

L'obiettivo è quello di elaborare, attraverso l'individuazione dei principali parametri economici e finanziari tipici del progetto d'investimento in esame (cfr. sistema dei ricavi, costi di realizzazione, costi gestionali, ecc.), un piano economico-finanziario preliminare di base, con la finalità di individuare:

- le capacità di reddito dell'attività che si intende gestire con la realizzazione del progetto (i.e. erogazione di servizi o produzione di beni);
- i fabbisogni finanziari correlati alla realizzazione delle opere e dell'investimento nel suo complesso.

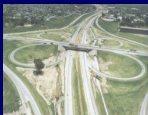


In questa fase preliminare, il piano economico-finanziario verrà elaborato con riferimento a diversi scenari che:

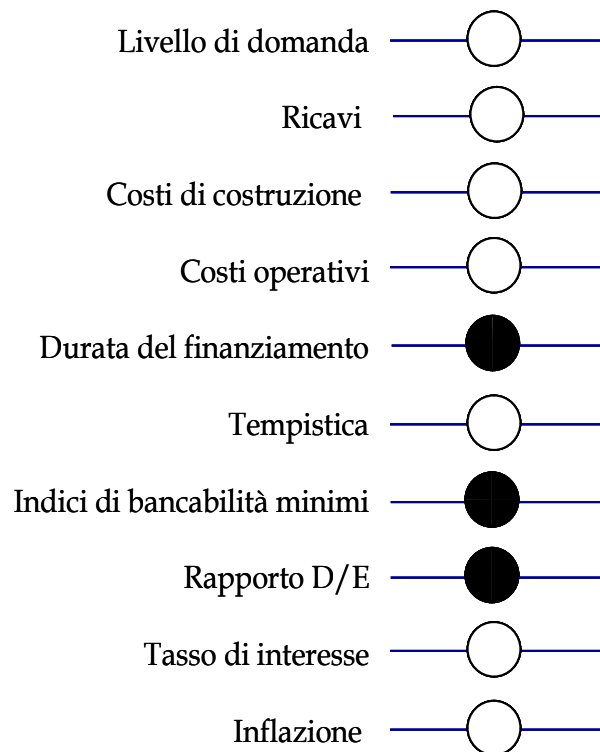
- sono delineati in funzione delle differenti ipotesi elaborate per le tipologie di ricavo prefigurabili per l'attività (cfr. struttura dei ricavi) che si intende gestire con la realizzazione del Progetto;
- tengono conto delle risultanze dell'analisi della domanda in termini di volumi e di caratteristiche della stessa.

Per ogni scenario verrà quindi elaborato un piano economico-finanziario su cui valutare, in via preliminare, la redditività del Progetto (i.e. convenienza economica) tramite il calcolo di specifici indici, nonché la sostenibilità economico-finanziaria dello stesso.

Questa prima fase di attività si dovrà concludere con l'individuazione degli scenari di riferimento per la realizzazione e la gestione del Progetto che costituiscono la base di partenza per le ulteriori analisi di sostenibilità finanziaria, in particolar modo per l'analisi di bancabilità.



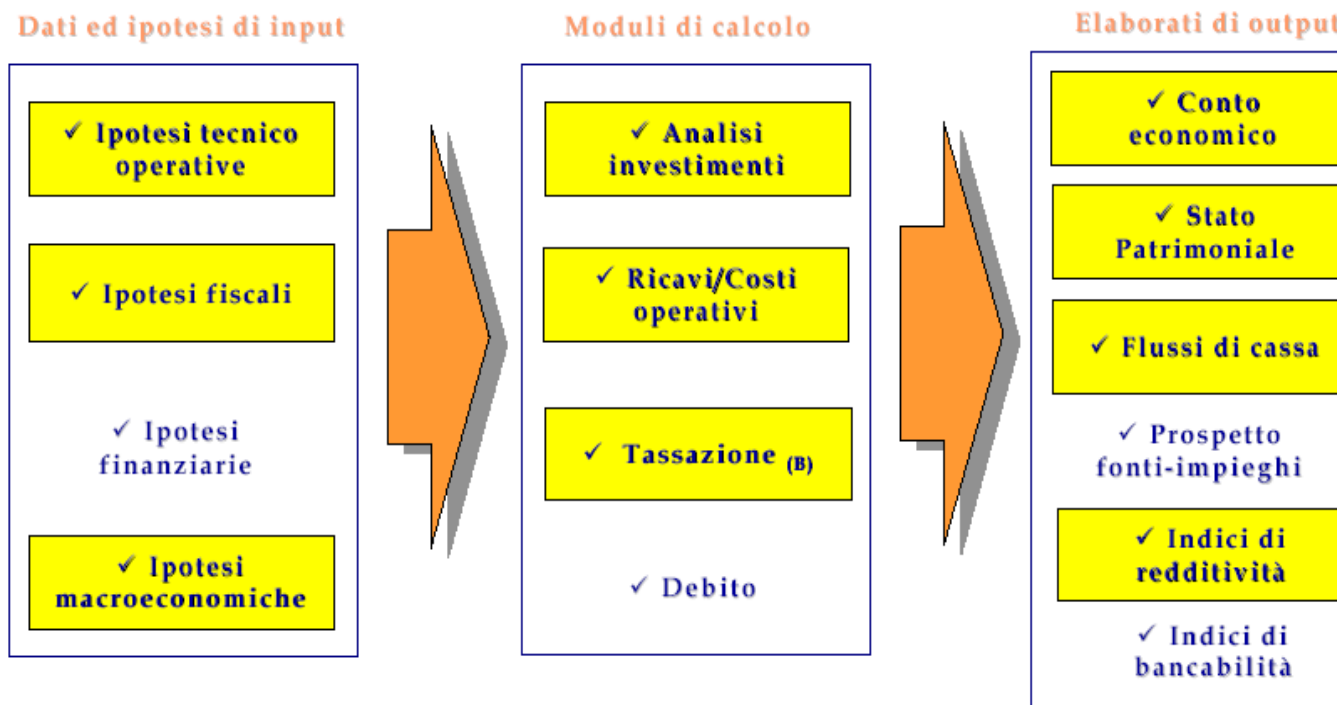
Analisi di sensitività



La finalità...

verificare la resistenza del progetto a eventi negativi

Predisposizione del piano economico-finanziario preliminare - Diagramma di flusso



Fonte: CIPE-UTFP, *La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata*, scaricabile all'indirizzo http://www.utfp.it/docs/documenti/eco_fin/valutazione_eco-fin.PDF

Predisposizione del piano economico-finanziario definitivo

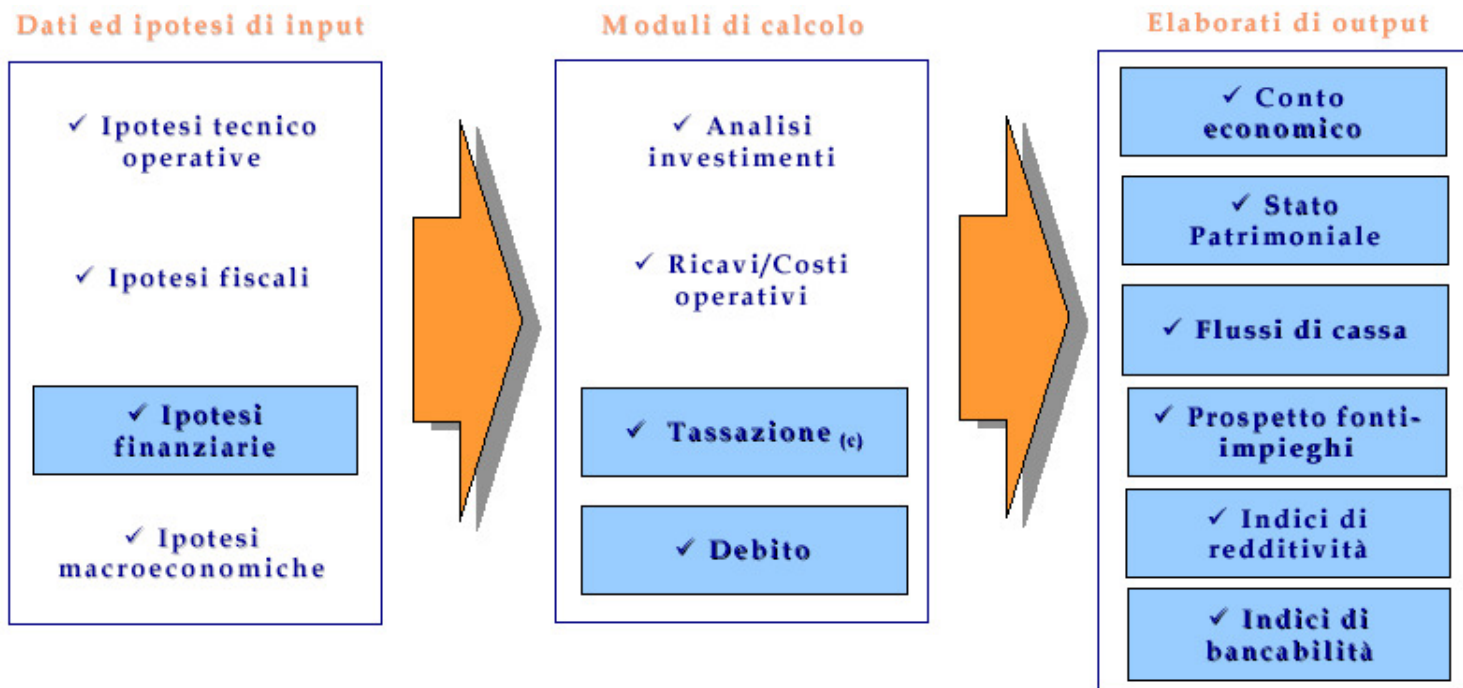
L'obiettivo della Fase 2, attraverso l'individuazione di ulteriori variabili ed ipotesi finanziarie specifiche del Progetto in esame (struttura finanziaria, analisi delle fonti di finanziamento ecc.), consiste nella definizione di un Piano Economico-Finanziario Definitivo per ogni scenario, individuato a valle della Fase1, con la finalità di:

- apprezzare il livello di sostenibilità finanziaria del Progetto con particolare riferimento al grado di bancabilità dello stesso;
- identificare ed analizzare i rischi principali che caratterizzano il Progetto, in modo da individuarne e definirne le modalità di mitigazione;
- verificare la capacità del Progetto di garantire i livelli di convenienza economica e sostenibilità finanziaria individuati, anche al verificarsi di eventi che possono influire sulla sua capacità di reddito.

In questa fase la sostenibilità economico-finanziaria verrà nuovamente verificata mediante:

- una nuova definizione del livello di convenienza economica del Progetto nell'ipotesi che questo venga finanziato con un determinato mix di risorse finanziarie rappresentato da risorse proprie degli investitori privati e dal ricorso all'indebitamento sul mercato finanziario;
- l'analisi della capacità del Progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire la restituzione dei finanziamenti, tenuto conto delle relative caratteristiche e dei livelli di capacità mediamente ritenuti accettabili dai potenziali finanziatori;
- l'analisi della capacità del Progetto di garantire i livelli di convenienza economica e sostenibilità finanziaria anche in condizioni differenti da quelle ipotizzate sia per la fase di realizzazione sia per quella di gestione.

Predisposizione del piano economico-finanziario definitivo - Diagramma di flusso



Fonte: CIPE-UTFP, *La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata*, scaricabile all'indirizzo http://www.utfp.it/docs/documenti/eco_fin/valutazione_eco-fin.PDF

Per verificare la fattibilità economico-finanziaria del Progetto, in relazione a ciascuno scenario di riferimento (così come individuato nella Fase 1), sarà necessario approfondire ed esplicitare gli ulteriori elementi e le ipotesi di input funzionali alla rielaborazione dei moduli di calcolo del modello e definire gli elaborati ed i dati di output che compongono il Piano Economico-Finanziario Definitivo.

In particolare:

- **Analisi delle fonti di finanziamento:** dovrà essere verificato se le ipotesi macro-economiche effettuate - es. struttura dei tassi d'interesse - siano plausibili per le fonti di finanziamento reperibili sul mercato finanziario.
- **Ipotesi finanziarie:** dovranno essere esplicitate le ipotesi relative alla struttura finanziaria del Progetto, intese come rapporto tra capitale di rischio e capitale di debito ovvero il mix di risorse finanziarie più idonee al finanziamento dell'investimento, tenuto conto delle analisi sviluppate al punto precedente

Sostenibilità economico - finanziaria

- **Analisi dei rischi:** dovranno essere individuati ed analizzati i rischi che caratterizzano il Progetto per ciascuno scenario di riferimento, considerando sia la fase di costruzione sia la fase di gestione. In quest'ultimo caso, particolare attenzione dovrà essere posta verso quei rischi che hanno influenza diretta e indiretta sui flussi di ricavi stimati in base alla strutturazione definita per gli stessi e all'analisi della domanda elaborata. In corrispondenza di ogni rischio individuato dovrà poi essere indicato lo strumento/modalità con cui questo possa essere mitigato ovvero come si possa ovviare agli effetti indotti dal verificarsi dell'evento dannoso.
- **Analisi di sensitività:** dovrà essere effettuata un'analisi della capacità del Progetto di assicurare i livelli di redditività e, soprattutto, di sostenibilità finanziaria anche in condizioni differenti da quelle ipotizzate. L'analisi di sensitività si dovrà concretizzare in simulazioni di calcolo che, implementate sul modello sviluppato, consentano di verificare la sensibilità dei valori degli indici di redditività e soprattutto di bancabilità, sia al variare dei dati e delle ipotesi di input soggette ai rischi identificati, sia in presenza dell'adozione degli strumenti/modalità di mitigazione individuati per gli stessi.

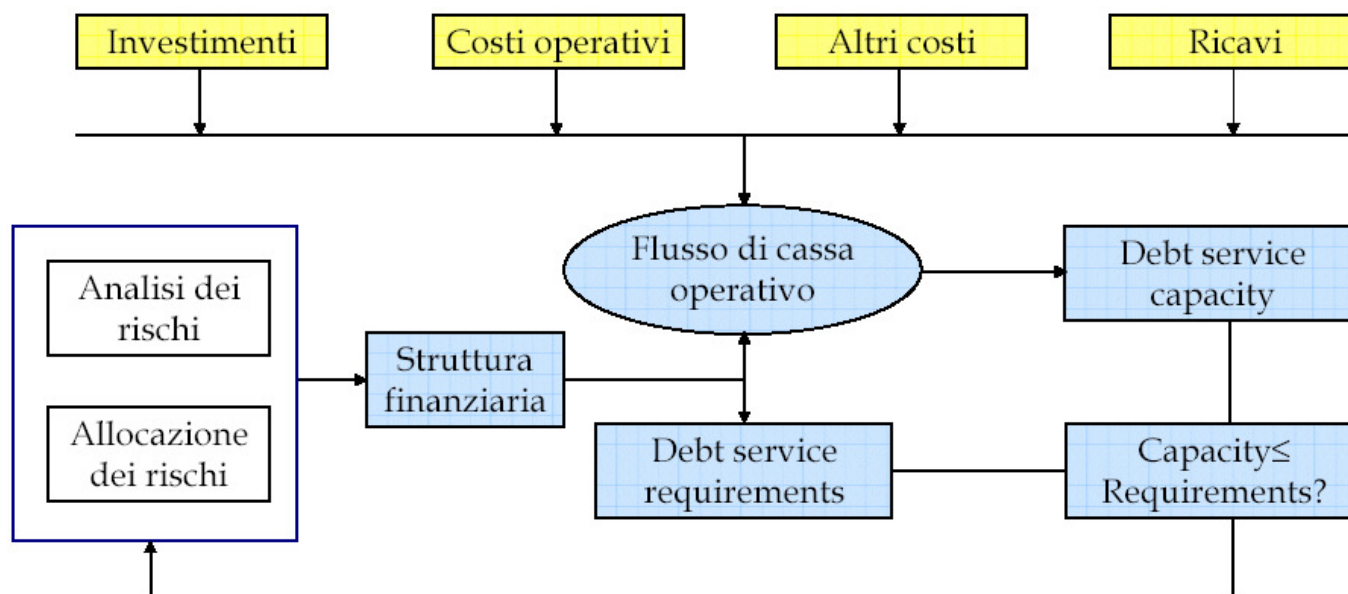
Identificazione degli scenari che presentano le migliori caratteristiche di redditività finanziaria

Sulla base degli esiti delle analisi svolte nella Fase 2, dovranno essere individuati quegli scenari che presenteranno:

- le migliori caratteristiche di fattibilità economico-finanziaria, intendendosi come tali quei livelli di redditività e di sostenibilità finanziaria che possono essere assicurati anche in condizioni differenti da quelle ipotizzate;
- la maggiore capacità di coinvolgere risorse private minimizzando l'impegno finanziario per l'Amministrazione Pubblica (i.e. contributi pubblici, sussidi ecc.);
- Tali scenari, usualmente uno o due, costituiranno gli scenari di base che potranno costituire il riferimento per l'attuazione e l'eventuale finanziamento del progetto da parte dell'Amministrazione Pubblica.

La verifica della bancabilità

Connessa alla predisposizione del piano economico-finanziario è la fase di verifica della bancabilità del progetto, ovvero della possibilità di attivare in concreto le fonti di finanziamento necessarie per la copertura finanziaria del progetto.



Fonte: STEFANO GATTI, *Manuale del Project Financing*, Bancaria Editrice, 1999.

CONTO ECONOMICO PER MACROVOCI

RICAVI

-

SPESE CORRENTI (COSTI)

=

REDDITO OPERATIVO

-

AMMORTAMENTI/ACCANTONAMENTI

=

REDDITO LORDO (EBIT)

-

INTERESSI

-

TASSE

=

REDDITO NETTO (UTILE O PERDITA)

La bancabilità è strettamente legata ai flussi di cassa del Progetto di investimento

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

Determinazione
indici di
bancabilità
istantanei

Determinazione
indici di
bancabilità
dinamici

Determinazione
redditività degli
azionisti



I principali indicatori di bancabilità

Annual debt service cover ratio (ADSCR)

Indice del servizio annuale del debito;

Per ciascuno degli anni della fase operativa di gestione del progetto é 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)

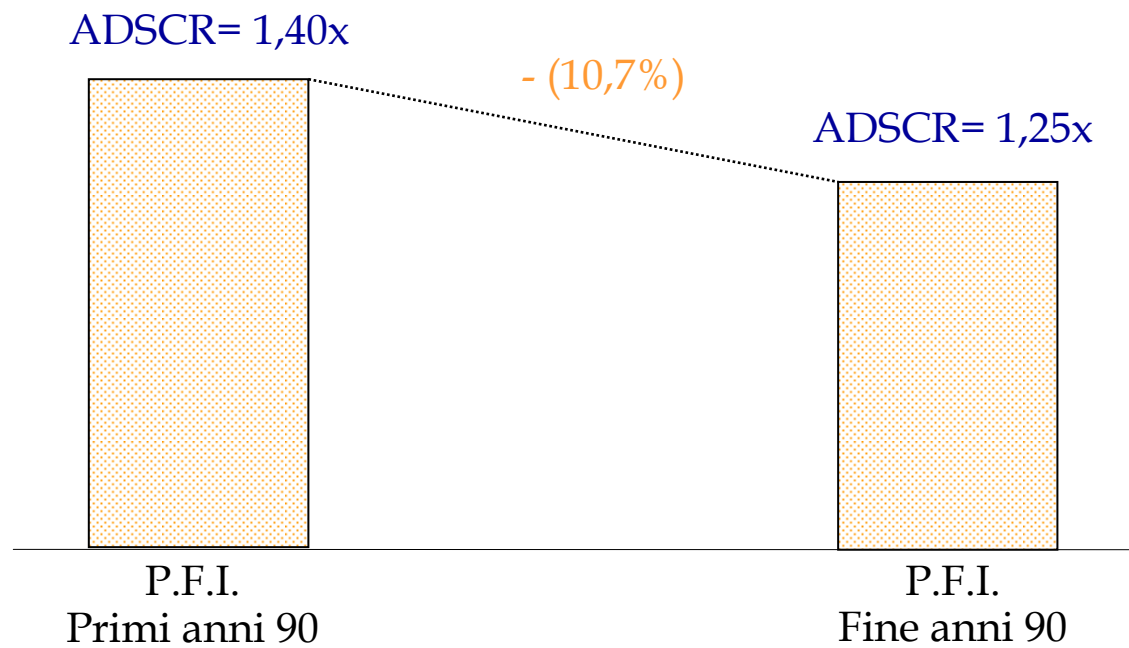
Indice del servizio del debito calcolato sulla durata della concessione;

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

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

BRETAGNA – EVOLUZIONE DEGLI INDICI MINIMI DI BANCABILITA' RICHIESTI DALLE BANCHE

Valore attuale netto (VAN)

Il Valore Attuale Netto, più noto con il suo acronimo VAN o con il termine inglese Net Present Value (NPV), è un criterio di scelta per operazioni finanziarie.

Più precisamente, il Valore Attuale Netto è una metodologia tramite cui si definisce il valore attuale di una serie attesa di flussi di cassa non solo sommandoli contabilmente ma attualizzandoli sulla base del tasso di rendimento (costo opportunità dei mezzi propri).

Tassi interno di rendimento (TIR)

Data un'operazione finanziaria si dice Tasso Interno di Rendimento (T.I.R.) dell'operazione stessa quel tasso di valutazione in corrispondenza del quale il valore attuale dei suoi flussi di cassa si annulla.

I principali indicatori di redditività

- ▣ Valore attuale netto (VAN)

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

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



GRAZIE PER L'ATTENZIONE

Questa presentazione dell'UTFP – CIPE - Presidenza del Consiglio dei Ministri non può essere riprodotta, in tutto o in parte, senza citazione della fonte e del contesto della presentazione stessa.



UNITA' TECNICA FINANZA DI PROGETTO

Via della Mercede, 9 - 00187 Roma

Tel. +39 06 6779 6512 - 6513, Fax. +39 06 6779 6573

www.utfp.it

LAURA MARTINIELLO



+39 06 6779.6521



l.martiniello@governo.it