

Economia Aziendale Online[©]

N. 5/2008

**“Programmazione e controllo di
un’operazione di Project financing”**

Nicoletta Spagnolo

Economia Aziendale Online[©]
International Business Review
Editor in Chief: Piero Mella
ISSN 1826-4719
Reg. Trib. Pavia - n. 685/2007 R.S.P.

Pavia, December, 2008
No. 5/2008

All the contents are protected by copyright.
No part can be copied without the Editor in Chief's and Author's permission.
Further information at www.ea2000.it

Programmazione e controllo di un'operazione di Project financing

Spagnolo Nicoletta

Via Cavour 60, scala H (Centro commerciale l'Isolago) 23900 Lecco

e - mail nicoletta.spagnolo@virgilio.it telefono 0341 287222 - fax 0341 286277

Sommario – 1. Premessa introduttiva – 2. Ambito di applicazione – 3. I soggetti del project financing – 4. Le categorie del finanziamento – 5. La strutturazione di un'operazione di Project financing – 6. La gestione del rischio – 7. Realizzazione dell'opera – 8. Valutazione economica-finanziaria del progetto – 9. L'analisi per flussi finanziari – 10. L'analisi per indici economico-finanziari – 11. Il controllo dell'operazione di project financing – 12. Profilo tributario di un'operazione di project financing – 13. Futuribilità del Project financing

Abstract

The project financing is a financial planning of structural works which has established itself in Anglo-Saxon markets and is now developing in the Italian economic reality, where it finds utilization for intensive capital projects not available from banking system.

Its peculiar feature is to assess the capacity of repayment of the debt incurred to realize a specific economic initiative mainly on the estimation of its income, translated into cash flows.

The project financing is not realized by established businesses, equipped with an economic and patrimonial balance sheet consolidated over time, but by special societies of project economically and legally separated from the promoters of the same.

1 – Premessa introduttiva

Il project financing, cosiddetta “finanza di progetto”, è una tecnica di progettazione finanziaria e di programmazione degli interventi di natura essenzialmente strutturale che si è affermata nei mercati di tipo anglosassone ed ora è in via di sviluppo nella realtà economica italiana, dove trova utilizzo per progetti ad elevata intensità di capitali, difficilmente reperibili da fonti proprie o dal sistema bancario¹.

¹ Per una visione generale della materia, si vedano, tra gli altri: A. Gervasoni - R. Del Giudice, Il project financing per lo sviluppo delle infrastrutture di trasporto, De Agostini, Roma, 2002, 100 ss.; R. Baccolini - D. Baldini, Il project finance in Italia, Il Mulino, Bologna, 2006; C. F. Fava, Project Financing, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006; A. Falini, Project financing, F. Angeli, Milano, 2004; M. Mulazzani, Il project financing negli enti locali, F. Angeli, Milano, 2004; U. Draetta - C. Vaccà (a cura di), Il project financing, Egea, Milano, 2002; P.K. Nevitt, Project financing, Euromoney Publications, London, 1989; A.A.V.V., Il project financing e il finanziamento delle opere pubbliche, Banca editrice, Milano, 1995; G. Imperatori, Il project financing, Una tecnica, una cultura, una politica, Il Sole 24 Ore, Milano, 1995; M. Damiani, P.P. Lo Valvo, I. Pipitone, Project Management, Il Sole 24 Ore, Milano, 2004.

Sua peculiare caratteristica è valutare la capacità di rimborso del debito contratto per realizzare la specifica iniziativa economica basandosi principalmente sulla previsione di reddito della stessa, tradotta in flussi di cassa, e non sulle garanzie proprie dei tradizionali finanziamenti, siano esse la semplice affidabilità economico-patrimoniale dei promotori o garanzie reali².

Il finanziamento in questione deve essere, quindi, finalizzato alla realizzazione di opere dalle quali si attendono ritorni economici e finanziari consistenti, tali da ripagare i costi e remunerare, nel lungo periodo, le risorse finanziarie impiegate, il rischio dell'iniziativa, il valore del tempo e lo sfasamento nella manifestazione temporale di costi e ricavi³.

Poiché, condizione essenziale affinché i flussi di cassa generati siano a disposizione esclusiva dei fornitori di capitale è l'isolamento giuridico dei cash-flow da tutte le altre attività economiche dei promotori (principio del ring fence), il project financing non è attuabile da realtà aziendali affermate, dotate di situazioni patrimoniali ed economiche consolidate nel tempo, bensì da apposite Società di Progetto economicamente e giuridicamente separate dai promotori dello stesso.

2 – Ambito di applicazione

La normativa italiana⁴, approvata negli anni scorsi in materia, ha attirato l'attenzione dell'opinione pubblica sul ruolo del Project financing quale mezzo di realizzazione di opere di grandi dimensioni e complessità rilevante. Comunque, dato che la Finanza di Progetto attua le iniziative sulla base della validità intrinseca del progetto, propria della produzione di beni o erogazione di servizi con domanda di mercato poco elastica e ben prevedibile, il vincolo dimensionale delle operazioni può essere superato con la standardizzazione di alcune fasi del procedimento, rendendo, così, possibile estendere il raggio di azione del modello anche a commesse di piccole dimensioni e ad operatori meno specializzati⁵. Non a caso, l'esperienza

² A. Gervasoni - R. Del Giudice, op. cit., 100.

³ U. Draetta - C. Vaccà, op. cit., 27.

⁴ Dal punto di vista giuridico, il project financing in Italia è regolamentato dalla legge 11 febbraio 1994, n. 109 (legge Merloni), e relative modifiche successive, di cui l'ultima, in ordine temporale, è data dalla legge 1 agosto 2002, n. 166, che ha introdotto alcuni articoli (per la precisione quelli che vanno dal 37-bis al 37-nonies) all'interno della legge quadro sulla concessione dei lavori pubblici.

Le novità apportate dalla Merloni-ter alla disciplina della concessione sono ascrivibili essenzialmente alla regolamentazione della figura del promotore e della procedura afferente la concessione di costruzione e gestione dell'opera, oltre ad una serie di caratteristiche accessorie, quali la possibilità di costruire una società ad hoc per implementare il progetto, la possibilità di subentro di un nuovo concessionario in caso di inadempimento di quello originario, la presenza di finanziatori e di privilegio sui crediti ad essi accordato ed altre deroghe ai limiti civilistici concessi alla società di progetto.

Per un inquadramento legislativo della materia, si vedano, tra gli altri: M. Baldi, G. De Marzo, Il project financing nei lavori pubblici, Ipsoa, Milano, 2001; U. Draetta - C. Vaccà, op. cit.; U. Draetta - C. Vaccà, Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali, Egea, Milano, 1997, 30 ss.; U. Draetta-C. Vaccà, Il project financing: soggetti, disciplina, contratti, Egea, Milano, 2002; F.M. Amatucci, Il project finance nelle aziende pubbliche, Egea, Milano, 2002; S. Gatti, Manuale del project financing, Bancaria editrice, Roma, 1999, 219 ss.; C. Lucidi, Manuale di project financing, Dei, Roma, 2005; G.F. Ferrari - F. Fracchia, Project financing e opere pubbliche, Egea, Milano, 2004.

le dimensioni e ad operatori meno specializzati⁵. Non a caso, l'esperienza italiana ha mostrato come, nonostante i grandi deal abbiano un enorme peso sul totale delle iniziative, al tempo stesso essi rappresentino una esigua minoranza rispetto a progetti di dimensione e risonanza ben più moderata.

Il Project Financing è particolarmente apprezzato nell'ambito dei servizi offerti alla collettività e soggetti a tariffe, quali trasporti, parcheggi, reti viarie, eccetera; nonché nell'ambito della produzione ed erogazione di public utilities, quali energia elettrica, acqua, gas.

Pure il sistema industriale privato ha approfittato delle nuove opportunità offerte dalla finanza di progetto, in particolar modo nei settori della produzione di energia e del trattamento dei rifiuti, mostrandosi, invece, ancora riluttante nell'attuazione delle idee imprenditoriali ad elevato contenuto tecnologico, difficilmente quantificabili in termini di efficienza economica.

3 – I soggetti del project financing

L'operazione di project financing si contraddistingue per l'elevato numero di parti coinvolte, variabile in funzione degli interessi in gioco, della dimensione del progetto e della sua complessità⁶. Esse ruotano intorno alla società di progetto, unico centro di imputazione dei rapporti giuridici sottostanti all'operazione finanziaria, istituita ad hoc dagli sponsor, i promotori dell'iniziativa imprenditoriale, con il fine esclusivo di realizzare e gestire una data attività.

Gli sponsor, coinvolti nell'operazione di project financing limitatamente alla costruzione dell'opera, sono imprese dotate delle competenze tecniche e commerciali necessarie a definire le scelte strategiche di base e a realizzare il piano progettuale, con particolare riguardo all'identificazione e valutazione dei mercati di approvvigionamento e di sbocco ed alla definizione dei contratti commerciali con le controparti. Essi operano sempre con il fine di minimizzare la variabilità dei flussi di cassa attesi, principale fattore di rischio progettuale.

La complessità dell'operazione rende necessario, specie nella fase di definizione del progetto, il coinvolgimento di soggetti qualificati in materia di consulenza finanziaria (financial advisor), ruolo che è ricoperto dalle merchant bank o dalle strutture di corporate finance delle grandi società multinazionali di consulenza⁷. A loro compete, congiuntamente ai promotori, la predisposizione del piano economico-finanziario, modello di riferimento, attraverso "l'information memorandum", per le adesioni degli enti finanziatori; nonché l'assistenza nella contrattazione delle condizioni di finanziamento, al fine di contenere i costi legati alla relazione diretta tra livello di rischio e livello dei tassi di interesse⁸. Il ruolo di advisor può essere assunto anche dalle banche e dagli

⁵ P. Kotler - W.G. Scott, Marketing Management, Isedi, 1993.

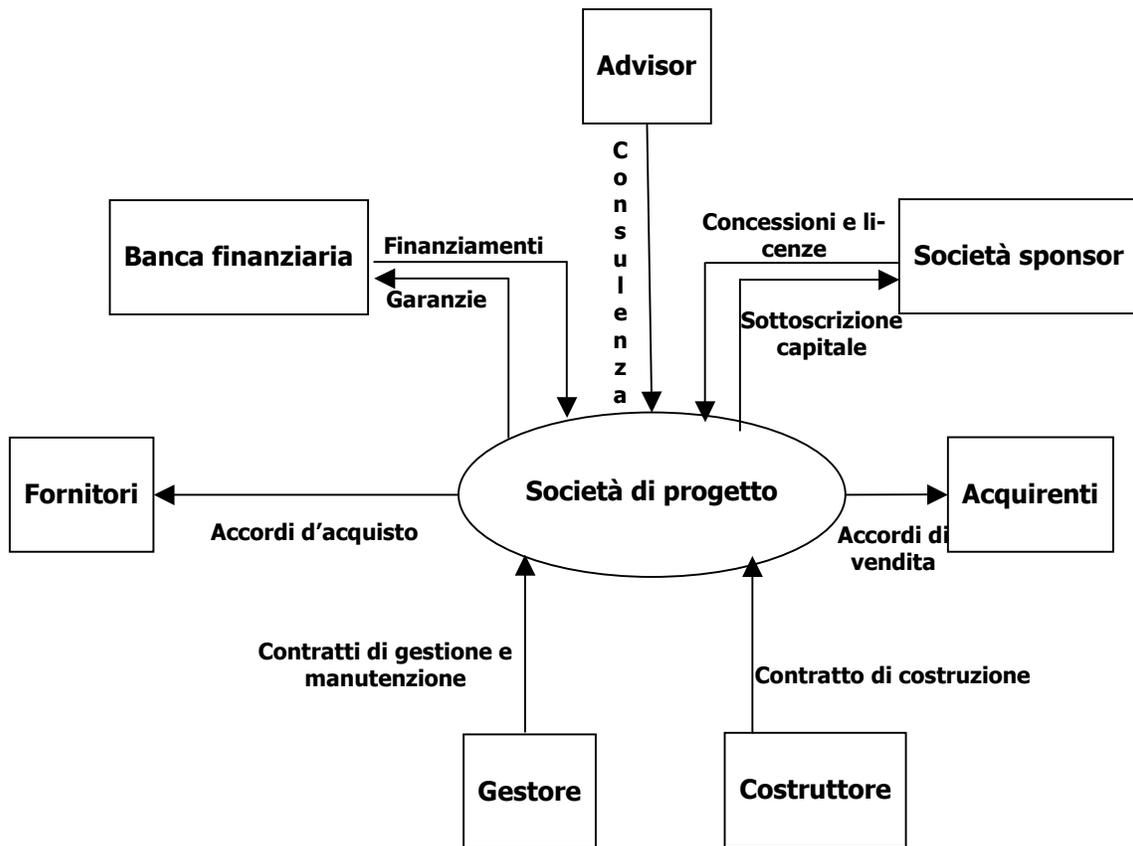
⁶ G. Calori - N. Perego, Project financing: dall'idea ai risultati, in Amministrazione & Finanza, n. 18s/01, 3-15.

⁷ F. Insigna, Project financing; lo studio di fattibilità e l'analisi dei rischi, in Amministrazione & Finanza, n. 10/96, 598-607.

⁸ G. Imperatori, op. cit., 117 ss.

altri finanziatori, soggetti preposti all'erogazione dei fondi che, per meglio tutelarsi dal rischio di insolvenza, frequentemente avanzano agli sponsor la richiesta di garanzie aggiuntive, quali il security agreement, l'ipoteca sull'impianto ed il pegno sulle azioni della società di progetto.

Fig.1 – I soggetti del project financing



4 – Le categorie del finanziamento

Nell'ambito di un'operazione di project financing è possibile distinguere, in funzione del grado di priorità nel rimborso, specie in caso di fallimento o liquidazione dell'iniziativa, le seguenti categorie di fonti di finanziamento⁹:

- 1) il capitale proprio, rappresenta il capitale sociale di cui viene dotata la società di progetto. Fornito, a fronte di azioni ordinarie o privilegiate o quote sociali, dai promotori del progetto e

da qualsiasi altro soggetto interessato all'iniziativa, costituisce l'ultimo gradino nella scala di priorità di rimborso. Il suo apporto viene di norma regolato da un accordo specifico, denominato subscription agreement, che può prevedere due tipi di promotori: industriali, detentori della maggioranza del capitale sociale, e come tali responsabili dello sviluppo, della gestione e del controllo dell'opera; finanziari, interessati al ritorno economico, con priorità nel rimborso del capitale e nell'erogazione dei dividendi;

- 2) i fondi assimilati al capitale proprio¹⁰, configurabili in: debiti subordinati, in genere sottoscritti dagli stessi promotori per svincolarsi dai vincoli giuridici, contabili e fiscali del capitale proprio, sono rappresentati da prestiti ed anticipazioni privilegiati nel rimborso rispetto al capitale di rischio, ma postergati rispetto al debito ordinario e privilegiato; debiti mezzanini, forme intermedie tra capitale proprio e debito ordinario riservate ad alcuni investitori professionali, sono rimborsabili in via postergata rispetto al debito principale, ma sono privilegiati rispetto al subordinato, ed offrono rendimenti più elevati rispetto al credito ordinario;
- 3) il capitale di debito ordinario, debito con priorità di rimborso in conto capitali ed interessi rispetto al debito mezzanino, a quello subordinato ed al capitale proprio. Il flusso di cassa generato dal progetto deve, quindi, essere utilizzato in primo luogo per il pagamento della rata del debito ordinario e poi per il pagamento delle rate relative al quasi equity. Solo in via residuale si procede al pagamento dei dividendi. È configurabile in debito principale ordinario, debito di breve, medio, lungo periodo iscritto tra le passività della società di progetto; o debito privilegiato, con diritto assoluto di priorità nel rimborso. Può assumere diverse forme di finanziamento, tra le quali primeggiano i prestiti obbligazionari, il finanziamento bancario a medio-lungo termine, il leasing, il finanziamento all'esportazione, il cofinanziamento con un'istituzione finanziaria multilaterale¹¹.

5 – La strutturazione di un'operazione di Project financing

L'operazione di project financing si evolve attraverso le seguenti tre fasi:

- 1) pre-progettuale, analizza la domanda potenziale e le altre variabili strategicamente rilevanti, i cosiddetti fattori di reddito, attraverso l'identificazione dell'iniziativa, la sua valutazione preliminare e la sua strutturazione¹²;

⁹ S. Valerio, Project financing: le fonti di finanziamento, in *Amministrazione & Finanza*, n. 12/96, 734-741.

¹⁰ G. Imperatori, op. cit., 208

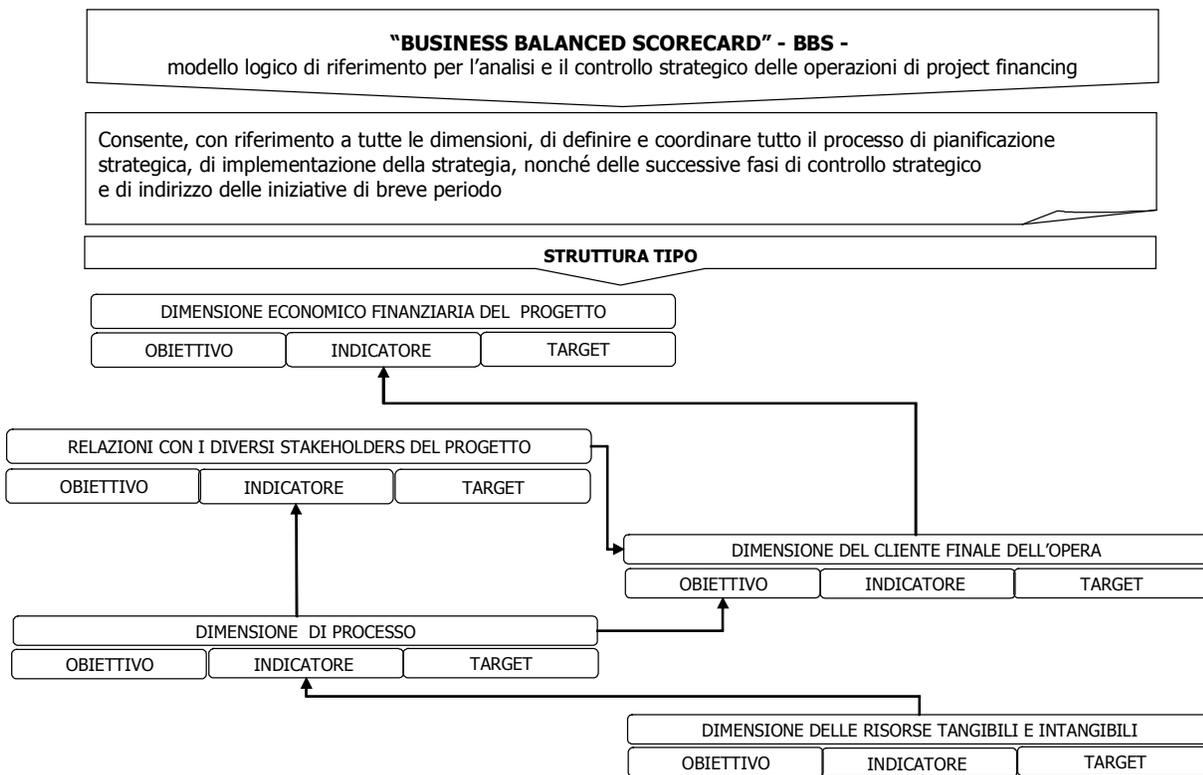
¹¹ R. Cohen, V. Comito, L. Dal Prato, *La gestione finanziaria dei progetti. Dal contract financing al project financing*, Guerrini, Milano, 1995.

¹² F. Insigna, *Le basi del project financing*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 6/95a, 347-353; F. Insigna, *Le tecniche del project financing*, in *Amministrazione & Finanza*, n. 20/95b, 1126-1132; Insigna F., *Project financing: lo studio di fattibilità e l'analisi dei rischi*, op. cit.; Imperatori, op. cit., 145.

- 2) progettuale, realizza l'opera basandosi sulla valutazione economico-finanziaria del progetto, come evidenziata nei piani economico-finanziari preliminari e definitivi¹³;
- 3) post-progettuale, controlla le variabili gestionali connesse alle fasi di realizzazione e gestione dell'opera, secondo il sistema full-costing "per centri di costo", evolvibile verso il modello "activity based costing"¹⁴.

Nella prima fase i promotori formulano l'idea progettuale, o proposta, dopo un'approssimata verifica della validità economica-finanziaria del progetto con riguardo al livello di rischio legato alla capacità manageriale, al settore industriale implicato, all'entità e stabilità dei ricavi, alla liquidità e solidità dell'assetto finanziario, alla protezione offerta dagli assets, alle clausole contrattuali previste, alle garanzie ed al security package offerti.

Fig. 2 – Business Balanced Scorecard



Segue la strutturazione dell'operazione, articolata nello studio di fattibilità complessiva del progetto, volto ad accertare l'esistenza dei requisiti tecnici, economici e finanziari necessari a

¹³ F. Insigna, Le tecniche del project financing, op. cit.; V. Visconti, Project financing delle infrastrutture: uno schema operativo, da Analisi finanziaria, 19/95, 62-74.

¹⁴ G. Dossena, Project financing e Asset Securitization. Opportunità per le imprese industriali, Egea, Milano, 1995, 37 ss.; C. Tamarowski, Project financing e opere pubbliche in Italia: il settore delle costruzioni, Egea, Milano, 2001, 13 ss..

giustificare l'investimento¹⁵. Le variabili chiavi sono molteplici e variano in funzione del progetto da realizzare; la loro individuazione, per quanto problematica, è comunque fondamentale al fine di rendere esaustiva l'analisi dell'attuabilità progettuale.

La concreta realizzazione dell'opera presuppone i seguenti test:

- finalità dell'opera e motivazioni dei promotori;
- valutazione dei promotori, in termini di esperienza, know-how e solidità economico-finanziaria;
- analisi del mercato e delle caratteristiche di settore sia dal lato della domanda che dell'offerta, definendo con la massima precisione possibile gli stock di risorse disponibili, i servizi erogabili e le relative modalità, i prezzi riscuotibili, i tempi di manifestazione della domanda. L'attenzione è volta alle fonti di approvvigionamento di energia, materie prime, prodotti e materiali per la costruzione, all'affidabilità e continuità delle forniture, alla stabilità dei prezzi. Peraltro, il successo finanziario di un'operazione di project financing dipende in modo rilevante dalla disponibilità di un mercato certo per i beni e servizi realizzabili tramite il progetto e dalla possibilità di praticare prezzi di vendita tali da generare il cash flow necessario alla copertura del debito e delle spese operative e, nel contempo, assicurare un utile agli investitori. L'esistenza di tali presupposti è accertabile attraverso ricerche di mercato atte a preventivare il volume delle vendite ed i prezzi conseguibili, anche alla luce dei prodotti della concorrenza presente e futura¹⁶. La stipula di contratti a lungo termine con fornitori e clienti assicura il rispetto degli accordi nel tempo e costituisce garanzie finanziarie. E, non per ultimo, si deve poter contare sull'esistenza di infrastrutture idonee, di mezzi di trasporto adeguati, utilizzabili a costi ragionevoli ed in genere di mezzi di comunicazione efficienti;
- valutazione tecnologica del progetto, volta a misurarne la complessità tecnica e la necessità del ricorso ad una tecnologia fortemente consolidata o innovativa, dato l'incontestato trade-off tra grado tecnologico dell'opera e rischio ad esso associato;
- consenso politico-istituzionale, identificabile in licenze-permessi disponibili ed infrastrutture prontamente realizzabili a favore della realizzazione delle opere;
- adattabilità al contesto ambientale e sociale, implica la considerazione di questioni sociali, tipo la presenza in loco di adeguata manodopera e del potere sindacale; nonché al contesto economico-commerciale, considera l'evoluzione futura dei mercati di sbocco;
- analisi economico-finanziaria, si traduce in valutazioni dei tassi di inflazione e di interesse, degli indici più significativi, del ruolo di garanzia dei cespiti del progetto, dell'entità dei contratti finanziari;

¹⁵ F. Insigna, , Le tecniche del project financing, op. cit.; V. Visconti, op. cit..

¹⁶ Porter M.E., Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance, The Free Press, 1985 (trad. it. Il vantaggio competitivo, Edizioni Comunità, 1987).

- fenomeni esogeni, componenti esterne legate all'impatto sul progetto della legislazione vigente, sia fiscale che civile;
- le relazioni intercorrenti tra i soggetti coinvolti;
- i rischi connessi all'operazione.

Modello logico di riferimento per l'analisi ed il controllo strategico dell'operazione di project financing è il business balanced scorecard, il quale consente, con riferimento a tutte le dimensioni, di definire e coordinare l'intero processo di pianificazione strategica, di implementazione della strategia, delle successive fasi di controllo e di indirizzo delle iniziative di breve periodo¹⁷.

6 – La gestione del rischio

Nella valutazione di un'operazione di Project Financing non si può prescindere dall'identificazione dei rischi ad essa associati e dalla loro allocazione tra le entità coinvolte nel progetto. Evidenziare i rischi significa misurarne l'impatto qualitativo-quantitativo sui risultati economico-finanziari¹⁸; allocarli in modo appropriato significa contenere la potenziale volatilità dei flussi in entrata e in uscita, realizzando una struttura finanziaria efficiente¹⁹.

Ogni progetto presenta le seguenti categorie di rischi, così raggruppabili:

- Rischi generali, nella fase gestionale emergono i seguenti rischi comuni:
 - o rischi soggettivi: connessi alla professionalità e alla solidità economica dei promotori del progetto, hanno un impatto sull'affidamento che le banche e i finanziatori pongono sul coinvolgimento personale e patrimoniale degli sponsor in merito alle obbligazioni assunte nelle società di progetto²⁰;
 - o rischi politici: attengono all'alea che deriva dall'instabilità dei governi degli stati in cui l'opera viene realizzata che, se generata da cambi di potere politico, potrebbe comportare mutamenti nei regimi espropriativi, di imposizioni tariffarie, ecc.;

¹⁷ R.S. Kaplan, D.P. Norton, The Balanced Scorecard, in Harvard Business Review, Jan-Feb, 1992; R.S. Kaplan, D.P. Norton, Putting the Balanced Scorecard to work, in Harvard Business Review, Sept-Oct, 1993; R.S. Kaplan, D.P. Norton, Using the Balanced Scorecard as a strategic management system, in Harvard Business Review, Jan/Feb, 1996, 75-85.

¹⁸ F. Storer, Project Financing e sistemi infrastrutturali: alcune considerazioni in tema di rischio e finanziamento, in Finanza Marketing e Produzione, n. 3/95, Egea, Milano, 63-79.

¹⁹ F. Insigna, Project financing; lo studio di fattibilità e l'analisi dei rischi, op. cit.; C. Salvato, Privatizzare con il Project Financing, C.E.S.P.E.P., Milano, 1994; A Falini, op. cit., 69, afferma, in proposito: "Nella fase di allocazione del rischio, si cerca di identificare la struttura delle garanzie, assicurazioni ed impegni contrattuali in grado di minimizzare l'aleatorietà dei risultati. In certi casi è però necessario evidenziare come vi siano rischi sui quali le parti non possono avere assolutamente controllo (ad esempio, i rischi di forza maggiore). Tali rischi, a meno di specifiche assicurazioni, ricadono sui privati."

²⁰ Il merito creditore viene valutato accuratamente dai finanziatori attraverso un'analisi approfondita, la cosiddetta due diligence.

- rischi legali, funzioni del contesto normativo - in primis, civile ed antitrust - nel quale il progetto è destinato ad operare, consentono di analizzare il grado di tenuta dell'operazione sotto il profilo di validità e stabilità giuridica ed azionabilità degli impegni contrattuali o delle garanzie concesse;
 - rischi monetari, riguardano: a) rischi inflazione, derivano dalla variazione del livello dei prezzi e si manifestano in un andamento difforme dei ricavi rispetto ai costi operativi industriali²¹ ed agli oneri finanziari, andamento che a sua volta determina un'erosione dei margini ed un impatto negativo sull'equilibrio economico-finanziario; b) rischi di cambio, derivano dal tasso di cambio e sono tipici dei programmi i cui ricavi si manifestano in valuta estera²²;
 - rischi amministrativi, legati ai possibili dinieghi, ritardi, revoche nelle concessioni delle autorizzazioni necessarie all'iniziativa;
 - rischi ambientali, identificabili negli impatti negativi che la realizzazione del progetto potrebbe causare all'ambiente circostante²³.
- Rischi di realizzazione, nella fase di costruzione dell'opera le principali tipologie di rischio hanno una natura prevalentemente industriale²⁴ e si identificano in:
- rischi progettuali, propri di pianificazioni errate o non adeguatamente strutturate con impatti negativi sulla fase operativa;
 - rischi di costruzione/completamento, derivanti da un ritardo o, nei casi più gravi, dall'impossibilità di completare l'opera per eventi di forza maggiore;

²¹ I costi operativi sono quelli relativi alla gestione tipica o caratteristica di un'impresa, cioè alle operazioni legate all'oggetto che caratterizza la sua attività produttiva, in primis i costi diretti di produzione, maggiorati dalle spese generali di amministrazione, vendita e distribuzione. Ovviamente, non sono operativi i costi relativi alla gestione finanziaria, straordinaria e tributaria.

I principali costi operativi da prendere in considerazione si distinguono in: costi iniziali, di realizzazione, di gestione e controllo, di trasferta e dei rischi; la loro somma fornisce il costo totale del progetto.

I costi iniziali riguardano essenzialmente le seguenti attività: analisi delle necessità del committente, approfondimento delle richieste, qualificazione del progetto, definizione dei requisiti, stesura del piano preliminare.

I costi di realizzazione comprendono, in primis: l'eventuale training iniziale per le persone dell'azienda facenti parte del team di progetto, le ore lavorate dal personale interno, le attività appaltate a terzi, le attrezzature direttamente imputabili al progetto (acquisto, canoni, ecc.), gli eventuali materiali impiegati.

I costi di gestione e controllo sono relativi in via massimale alle seguenti attività: la revisione finale dei requisiti, la definizione del piano esecutivo, le attività di start-up del progetto, la gestione del team, i rapporti con il committente e con gli utenti, le riunioni e la reportistica sullo stato di avanzamento dei lavori, la gestione degli eventuali fornitori, la gestione delle varianti. Spesso si tratta di costi non indifferenti, anche superiori al 15-20% del costo complessivo del progetto; perciò è bene stimare accuratamente il rapporto costi/benefici riferiti al progetto in esame al fine di instaurare i processi di gestione e controllo più adeguati, senza incorrere, specie nei progetti di dimensioni minime, il rischio di spendere più nel controllo che nella realizzazione.

²² P.K. Nevitt, Project financing, Euromoney Publications, London, 1989.

²³ R. Leeper, Perspective on project financing, in The banker, settembre 1979, 79.

²⁴ S. Gatti, Manuale del project financing, Bancaria, Roma, 2006.

- o rischi tecnologici, riscontrabili in quei progetti caratterizzati o da tecnologie innovative, o da risultati incerti, o da tecnologie mature rapidamente obsolete, intraducibili in una struttura impiantistica funzionale. La giusta allocazione di questa categoria di rischi tra le parti coinvolte è perseguibile con la stipula di contratti di costruzione <<chiavi in mano>>, i quali permettono agli sponsor ed ai finanziatori di trasferire al costruttore i rischi connessi alla fase di produzione dell'opera.
- Rischi operativi, legati alla fase di utilizzo dell'opera, si distinguono in:
 - o rischi operativi in senso stretto, comprendono, tra gli altri, i rischi di ritardo, di superamento dei costi preventivati a budget (cost overrun), di inefficienza degli impianti rispetto agli standard progettuali. Possono essere limitati ed in alcuni casi annullati con la stipula di opportuni contratti di <<gestione e manutenzione>>;
 - o rischi di mercato, si manifestano nel caso di mancato incasso di quanto previsto nel piano economico-finanziario, per errate previsioni di ricavo. L'entità di tali rischi è collegata alla struttura del mercato stesso (ad esempio, monopolio, oligopolio, concorrenza) e all'esistenza di servizi succedanei; è copribile stipulando contratti <<take or pay>>, contratti di acquisto incondizionati che prevedono volumi prefissati d'acquisto a prezzi prestabiliti, remunerabili con fonti alternative;
 - o rischi di approvvigionamento, derivano dalla difficoltà di reperimento totale o parziale degli input necessari alla gestione del progetto, con conseguente blocco della produzione o incrementi nei costi. La stipulazione di contratti <<put or pay>, contratti di fornitura incondizionata in cui sono predeterminati i volumi ed i prezzi di acquisto, potrebbe contenere o addirittura eliminare siffatti rischi;
 - o rischi di non conformità dell'opera, determinati da un'errata progettazione o costruzione, comportano una resa minore rispetto a quella preventivata o un incremento nei costi.

È opportuno sottolineare che, nel caso in cui le cessioni di prodotti o le prestazioni di servizi non avvengano secondo logiche di mercato, ma in funzione di contratti a lungo termine vigenti con controparti predefinite, saranno differenti anche le modalità di copertura dei rischi.

7 – Realizzazione dell'opera

Alla strutturazione dell'operazione di project financing fa seguito la seconda fase, la realizzazione, mediante progettazione, costruzione e monitoraggio, collaudo e avviamento, allocazione dei rischi e strutturazione del pacchetto finanziario fino al completo rimborso.

A tal fine nasce la società di progetto e vengono definiti e conclusi i contratti con le società contractor e sub-appaltatrici.

In questa fase si porteranno a compimento la maggior parte dei contratti stilati con i finanziatori,

contractors e lenders, mentre l'iniziativa continuerà, per i promotori e gli sponsor, con la gestione.

Le condizioni contrattuali e di finanziamento su cui poggia l'intera iniziativa sono descritte sinteticamente nel term sheet, documento costantemente aggiornato in relazione alle modifiche e alle integrazioni effettuate in sede di negoziazione.

Gli elementi base dell'operazione sono, invece, rappresentati in modo ampio ed accurato nell'information memorandum, documento a formazione graduale predisposto per evidenziare le linee guida del progetto sulle quali devono convergere i consensi dei partecipanti²⁵.

Contabilmente la fase progettuale si evolve attraverso la definizione delle ipotesi di base tecnico-operative, fiscali, finanziarie, macroeconomiche; la redazione del tableau de bord che raccoglie gli indicatori quantitativo-monetari (costi, ricavi, entrate, uscite, debiti e crediti) e non monetari (indici); l'elaborazione dei prospetti economico-patrimoniali e delle fonti e degli impieghi; la determinazione degli indici di redditività, bancabilità e di ogni altro indice che rifletta le variabili strategicamente rilevanti dell'opera.

Fig. 3 – La costruzione della fase progettuale: sua elaborazione



Fonte: CIPE, *La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata*, maggio 2002.

²⁵ In esso vengono annotati: la descrizione del progetto, i promotori e la società di progetto, il quadro normativo di riferimento ed i rapporti con le istituzioni, la costruzione dell'opera, la tecnologia del progetto, l'impatto ambientale, il mercato di riferimento, il mercato di approvvigionamento, le infrastrutture ed i mezzi di comunicazione, la situazione politica, il contesto ambientale, i requisiti dei soggetti coinvolti nell'operazione, le garanzie e gli aspetti assicurativi, il modello economico-finanziario, l'analisi di sensitività, etc. (Imperatori, op. cit., 117 ss.).

8 – Valutazione economica-finanziaria del progetto

L'operazione di project financing, sia essa di natura privata o pubblica, facendo direttamente ricorso al mercato dei capitali, deve essere condotta secondo logiche imprenditoriali tese alla massimizzazione del profitto. Per questo l'iniziativa non può prescindere da un'approfondita, prudente e coerente analisi economico-finanziaria del progetto, che permetta una verifica ex ante:

- della convenienza economica, intesa come capacità del progetto di creare valore, generando un livello di redditività del capitale investito adeguato rispetto alle aspettative degli investitori;
- della sostenibilità finanziaria, intesa come capacità del progetto di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso e la remunerazione dei finanziamenti accesi per l'iniziativa²⁶.

Le variabili economiche da prendere in considerazione, unitamente alle principali variabili macroeconomiche proprie del mercato di riferimento, sono le stesse che determinano la consistenza e la dinamica futura dei flussi di cassa operativi²⁷.

Si tratta di variabili aleatorie il cui vaglio è fondamentale per il buon esito del progetto, dato che i risultati del modello economico costituiscono la base su cui strutturare la migliore combinazione possibile delle fonti di finanziamento necessarie a definire, previa l'individuazione del rapporto ottimale tra capitale di debito e capitale proprio ("debito" ed "equità"), l'impostazione finanziaria compatibile con il progetto e con le attese e disponibilità dei soggetti che vi partecipano²⁸.

²⁶ F. Insigna, Project financing; lo studio di fattibilità e l'analisi dei rischi, op. cit.; G. Imperatori, op. cit..

²⁷ L'analisi finanziaria traduce in flussi monetari i costi operativi, per i quali si rinvia alla nota n. 21. Per un approfondimento, si vedano, tra gli altri: Ciaran Walsh, Gli indici per la gestione dell'impresa, Pearson Education Italia, Milano, 2005; Ciaran Walsh, Key management ratios: master the management metrics that drive and control your business, Financial Times Prentice Hall, London, 3rd ed., 2003.

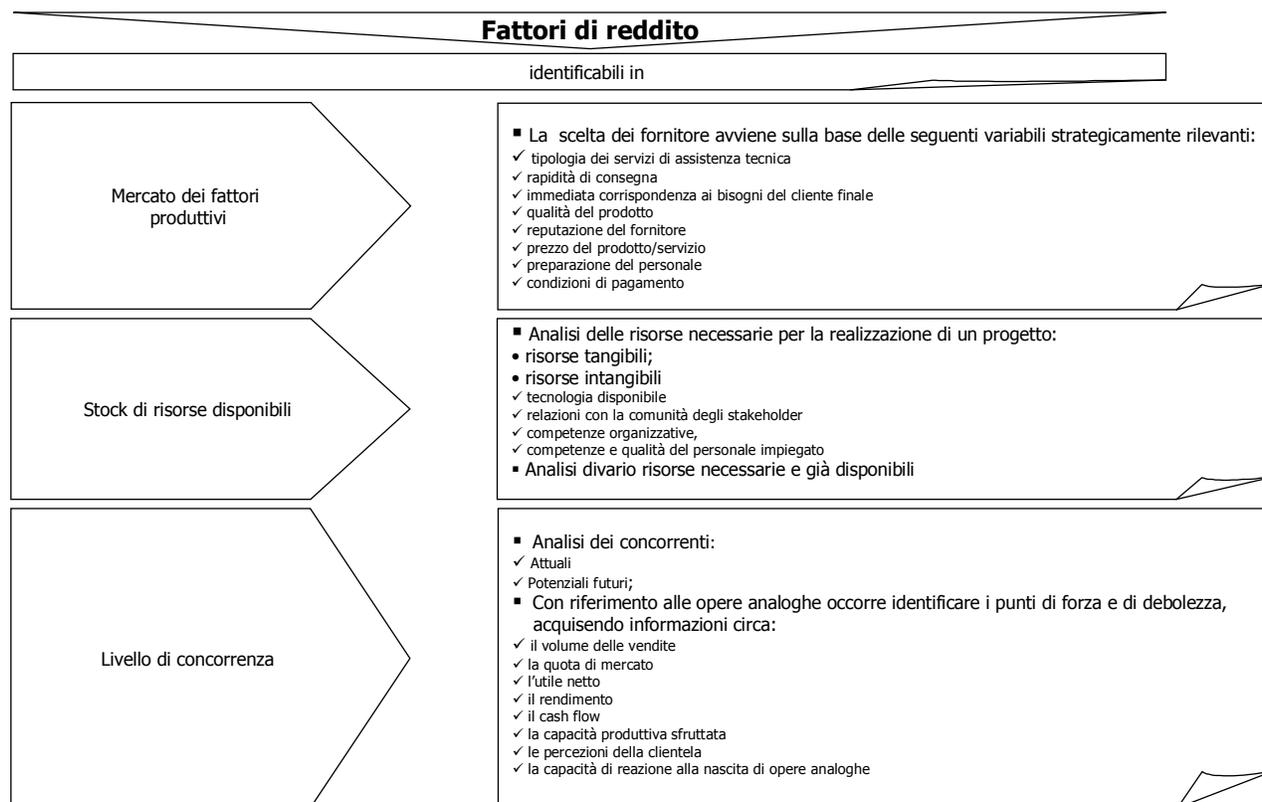
²⁸ Secondo A. Falini, op. cit., 38-39, "Nella prassi si pone la necessità di disegnare una struttura finanziaria che consenta di bilanciare le esigenze degli sponsor con quelle dei finanziatori, rispettando l'equilibrio economico-finanziario del progetto e rendendone appetibili i correlati strumenti di debito per il mercato finanziario.

Il capitale azionario svolge un ruolo importante nella fase iniziale dell'operazione, finanziando i costi di sviluppo del progetto e supportandone la sua bancabilità. In capo ad esso si pone la necessità di definire la tempistica dei conferimenti, oltre la quota fornita all'atto della costituzione della Special vehicle purpose: la parte residuale può essere conferita prima del tiraggio del prestito, oppure successivamente (meccanismo del pro-rata, attraverso le clausole di stand by equity o acceleration equity), ma sempre salvaguardando il gradimento del pool di finanziatori.

Il mezzanine finance consente una soluzione intermedia, in termini di rapporto rischio-rendimento, salvaguardando il diritto di credito e riducendo l'impegno di equity, pur consentendo alla comunità finanziaria di partecipare agli eventuali miglioramenti di performance offerti dal progetto.

La scelta tra le alternative di finanziamento a titolo di debito comporta, nella prassi negoziale, un'adeguata strutturazione della curva dei pagamenti e di una dinamica dei flussi finanziari compatibile con il profilo temporale dei flussi di cassa operativi. Tale negoziazione si traduce nella coerente composizione di modalità di iusses, warranty packaging (garanzie reali, di firma e assignment dei benefici in capo alla Special vehicle purpose), remunerazione

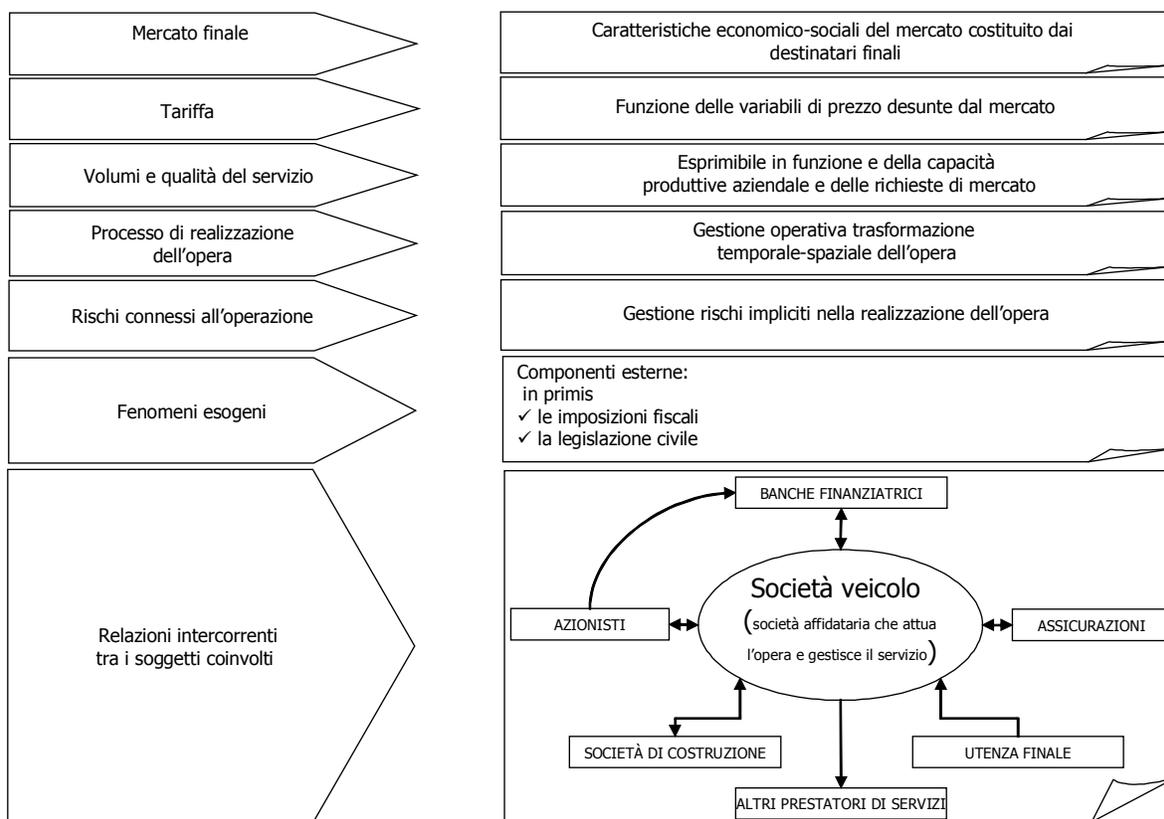
Fig. 4 – Fattori di reddito



(nella prassi, in virtù della lunga durata delle iniziative finanziate, un floating rate costituito da un tasso guida più uno spread, che impone l'utilizzo di derivatives per il management del rischio di tasso), modalità di utilizzo dei fondi (su base stand by o revolving, anche in funzione del timing di conferimento dell'equity), modalità di rimborso.

Il rifinanziamento del prestito e la rinegoziazione dei termini contrattuali sono ipotesi realisticamente perseguibili, nell'obiettivo di migliorare il NPV e l'IRR in capo agli sponsor: il soft refinancing (Waiver) consente di rinegoziare le condizioni contrattuali liberando cassa e riducendo i margini pagati e le restrizioni previste dai covenants. L'hard refinancing modifica, invece, il grado di leva dell'operazione e la scadenza del finanziamento, innalzando il grado di rischio del progetto e comportando un più complesso iter negoziale. La tecnica del takeover (acquisto del prestito da parte di un nuovo pool), quella del new lending (subentro di nuovi finanziatori attraverso il rimborso anticipato del debito al vecchio pool) e le tecniche miste (attraverso la pratica del bond issue) impongono la soluzione di articolati problemi contrattuali e civilistici (quali, ad esempio, il disposto dell'art. 1201 c.c. sulla surrogazione del debito).

La tecnica di finanziamento del Project Leasing rappresenta, infine, un'alternativa al mutuo. In questo caso il contratto di leasing si riferisce all'intera struttura impiantistica relativa al progetto, e prevede che il Lessor fornisca il bene al Lessee (la Special vehicle purpose) acquistandone la proprietà dal fornitore (Contractor). A fronte di vantaggi per la Special vehicle purpose in termini di contenimento del costo della raccolta e riduzione della leva finanziaria, le complicazioni pratiche riguardano la natura spesso altamente sofisticata del bene oggetto di leasing (che impone una prospettiva contrattuale e costruttiva affatto diversa dal classico bene strumentale standardizzato) e i rapporti con il pool di finanziatori (in termini garanzia di rivalsa potenziale sull'impianto).”.



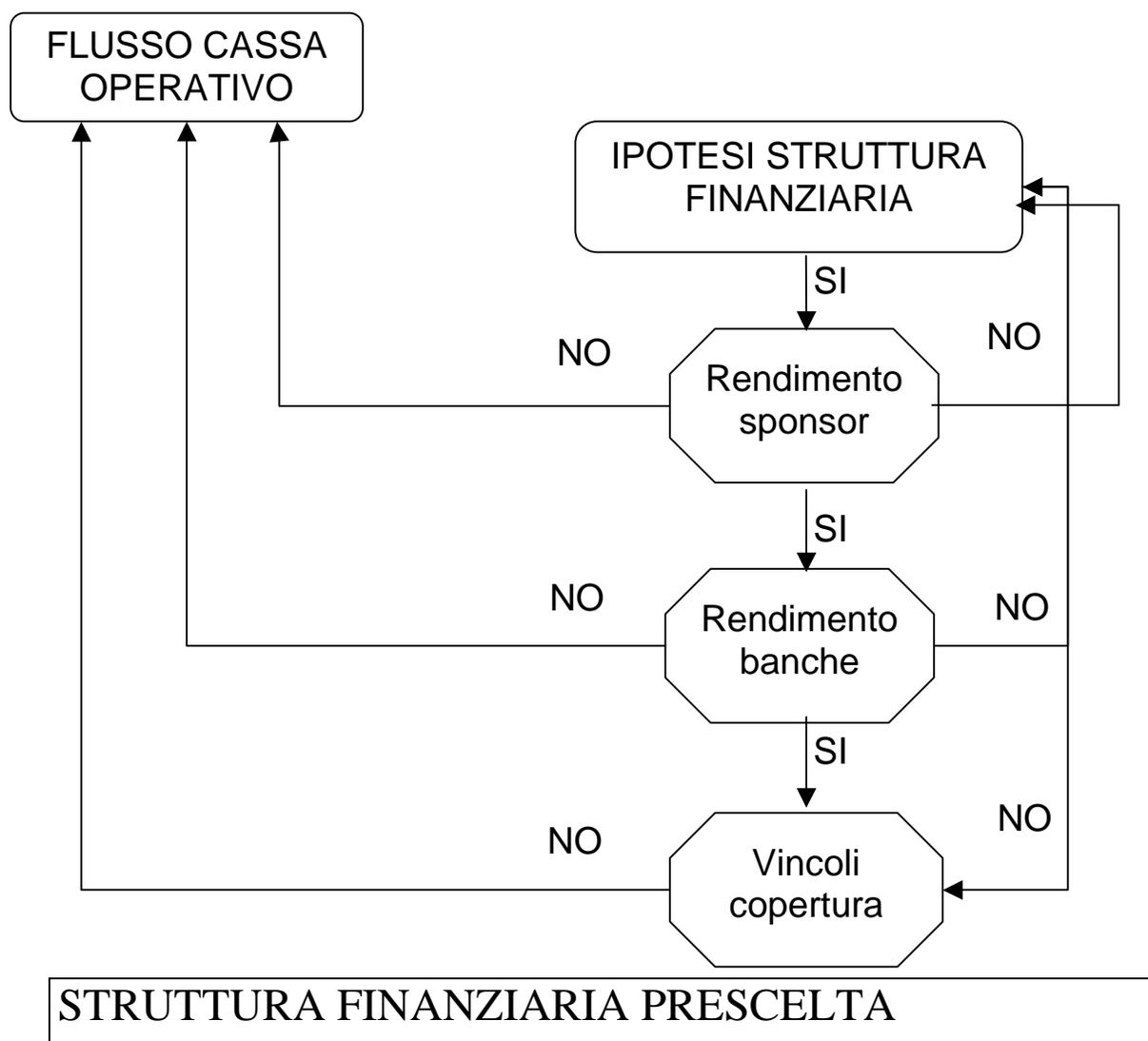
La struttura finanziaria dell'operazione viene così elaborata “su misura”, in risposta alle risultanze dell'analisi economica, ed in modo che la capacità di indebitamento del progetto sia direttamente proporzionale alla sua capacità di generare mezzi monetari a fronte del servizio del debito²⁹ e della remunerazione spettante ai portatori di equità; il tutto ovviamente deve essere allineato con il grado di rischio sopportato³⁰.

Nella definizione della struttura finanziaria, oltre a far riferimento agli input derivanti dal modello economico, si ricorre all'utilizzo dei risultati del processo di risk management per offrire alle banche garanzie non solo economiche, ma anche contrattuali.

²⁹ Il servizio del debito è rappresentato dalla somma delle rate, riferite a ciascun esercizio, di tutti i finanziamenti considerati; tali rate di norma comprendono una quota interessi e una quota destinata al rimborso del capitale.

³⁰ La definizione della logica economico-finanziaria è ripresa da Peter Nevit (Presidente della Mitsui Nevit Capital Corporation, San Francisco, California) guru del Project Financing, il quale in Project Financing, sixth edition, 1995, scrive: “financing of a particular economic unit in which a lender is satisfied to look initially to the cash flows and earnings of that economic unit as the source of funds from which a loan will be repaid and to the assets of the economic unit as collateral for the loan.”; si veda, anche, G. Imperatori, op. cit., 125 ss.

Fig. 5 – Processo di definizione della struttura finanziaria

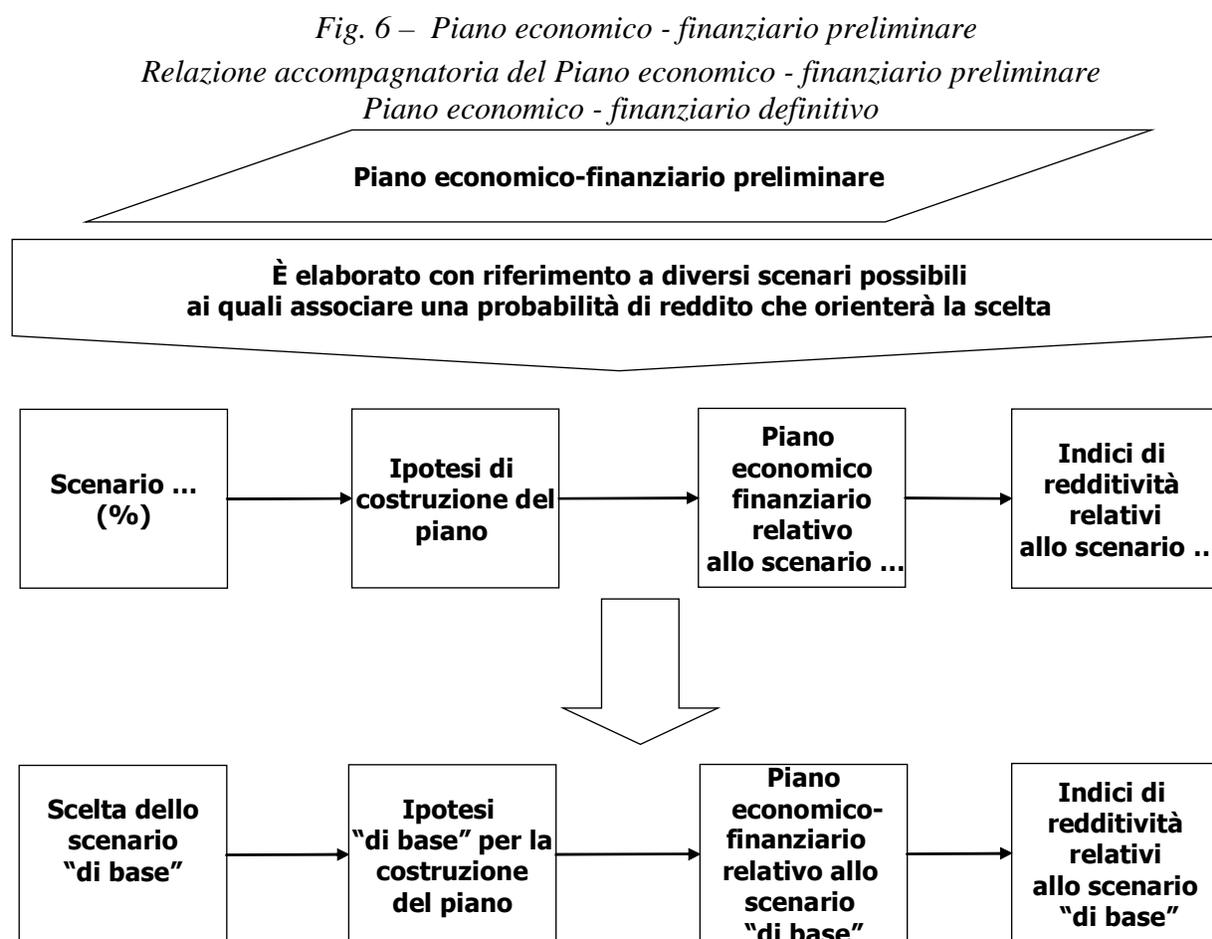


La valutazione delle variabili economiche e finanziarie consente la stesura del piano economico-finanziario del progetto da sottoporre a gara nel processo di aggiudicazione della concessione di costruzione e gestione dell'opera o del servizio.

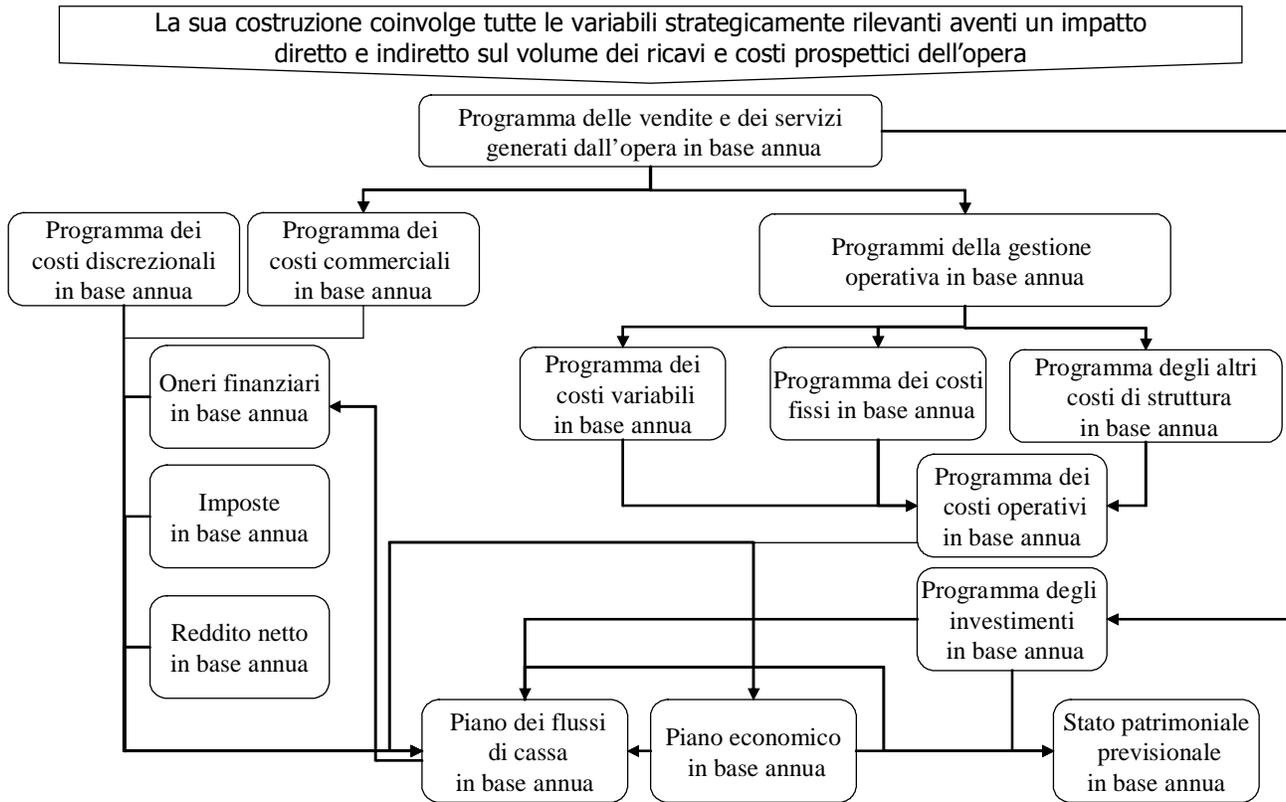
Sui dati contenuti in questo business plan, ottenuto per approssimazioni successive e grazie all'interazione delle diverse variabili (sia economiche che finanziarie) coinvolte nel progetto, i promotori dell'iniziativa fondano i loro obiettivi di reperimento dei capitali necessari e le loro speranze di successo dell'operazione che li vede impegnati.

La redazione del piano economico-finanziario dovrà, quindi, essere accurata e testata, al fine di presentare alle banche condizioni favorevoli per l'ottenimento dei finanziamenti richiesti.

Di norma si procede alla redazione di un piano economico-finanziario preliminare, accompagnato da una relazione esplicativa, cui fa seguito, quale frutto di un processo iterativo di continuo aggiustamento, quello definitivo, diviso nei suoi momenti logici di esplicitazione delle ipotesi di fondo e definizione del fabbisogno finanziario da un lato, e di valutazione delle tipologie di finanziamento disponibili dall'altro³¹.



³¹ G. Corbetta, F. Visconti, Strategie delle piccole e medie imprese, CUSL, Milano, 1995; P.K. Nevitt, op. cit.; R. Leeper, op. cit.; S. Valerio, Scelte di investimento: adeguare i modelli alla realtà aziendale, in Amministrazione & Finanza, 14/96, 865-872; J. Ball, Understanding the mechanism, in supplemento a Euromoney Publications, London, agosto 1988, 8; M. Pierdicchi, Il project financing internazionale, in Letture di economia dei mercati finanziari internazionali, a cura di C. Demattè, II, Unicopli, Milano, 1987, 279-281.



Relazione accompagnatoria del piano economico-finanziario preliminare

Riporta

Il confronto degli indici di redditività economico-finanziaria determinanti per ciascuno scenario

L'analisi dei principali punti di forza e di debolezza di ciascuno scenario

L'individuazione dello scenario cui corrisponde il piano economico-finanziario preliminare di base da utilizzare per le successive analisi di sostenibilità finanziaria

Il Piano economico-finanziario definitivo

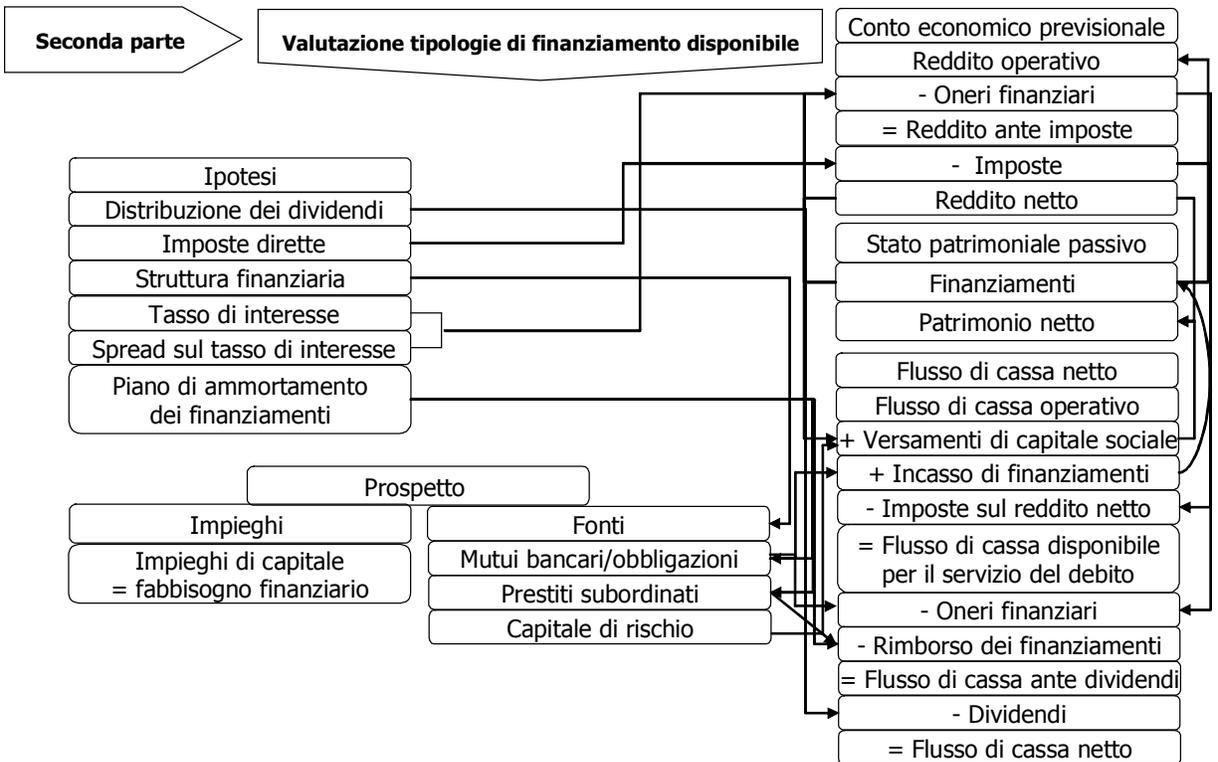
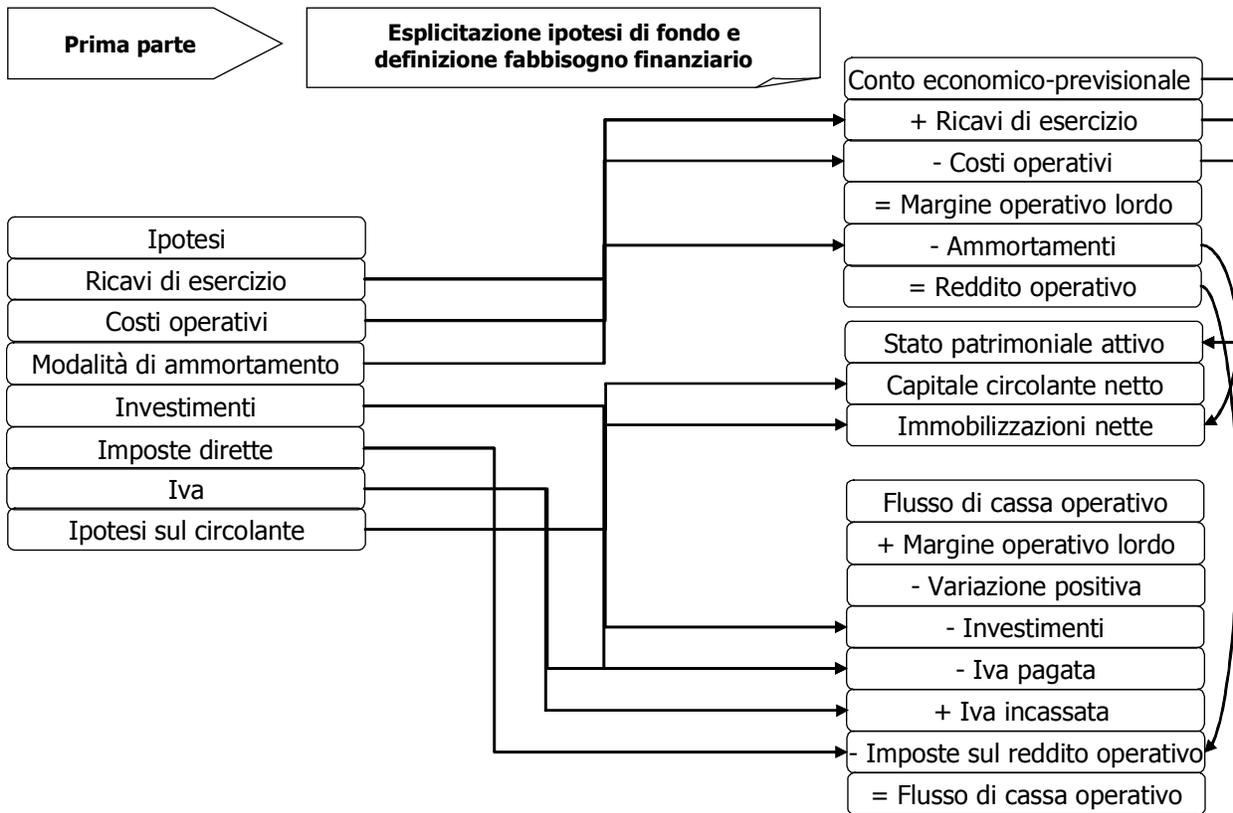
Rappresenta un processo iterativo di continuo aggiustamento del documento preliminare, volto a :

Apprezzare il livello di sostenibilità finanziaria del progetto con particolare riferimento al grado di bancabilità dell'operazione

Identificare ed analizzare i rischi principali del progetto

Verificare la capacità del progetto di garantire i livelli di convenienza economica e la sostenibilità finanziaria individuati

Si sviluppa attraverso i seguenti momenti logici:



**IL Piano economico finanziario completo
è strutturato nei tre seguenti prospetti:**

STATO PATRIMONIALE PREVISIONALE

CONTO ECONOMICO PREVISIONALE

FLUSSI DI CASSA DEL PIANO ECONOMICO FINANZIARIO

STATO PATRIMONIALE PREVISIONALE

ATTIVO
ATTIVO IMMOBILIZZATO
Immobilizzazioni materiali
- Fondo ammortamento
= Immobilizzazioni materiali nette
Costi capitalizzati
- Fondo ammortamento
= Costi capitalizzati netti
ATTIVO CORRENTE
Crediti Iva
Crediti commerciali
= Crediti totali
DISPONIBILITÀ LIQUIDE
TOTALE ATTIVO

PASSIVO
PATRIMONIO NETTO
Capitale sociale
Riserva legale
Utili/perdite
TOT. PATRIMONIO NETTO
PASSIVITÀ CONSOLIDATE
Linea di credito principale
Debito subordinato
TOT. PASSIVITÀ CONSOLIDATE
PASSIVITÀ CORRENTI
Debiti commerciali
Debiti tributari
Debiti v/soci c/dividendi
TOT. PASSIVITÀ CORRENTI
TOTALE PASSIVITÀ E NETTO

Conto economico previsionale

Ricavi tipo (a) (b) (c) (...) +
 Altri ricavi
(A) RICAVI TOTALI
 (-) Acquisto di materie prime
 (-) Costi per servizi (elettricità,
 acqua ecc.)
 (-) Altri costi (es. leasing)
 (-) Costi per manutenzione
 ordinaria e straordinaria
 (-) Costo del personale
(B) COSTI OPERATIVI TOTALI
(C) MARGINE OPERATIVO
LORDO (A-B)
 (-) Ammortamenti beni
 materiali
 (-) Ammortamenti beni immateriali
 (-) Ammortamenti oneri finanziari
 capitalizzati
 (-) Accantonamento a fondo
 manutenzione straordinaria
D) TOTALE AMMORTAMENTI E
ACCANTONAMENTI
E) MARGINE OPERATIVO
NETTO (C-D)
 (-) Oneri finanziari
 (+) Oneri finanziari capitalizzati
F) TOTALE ONERI FINANZIARI
NETTI
G) UTILI ANTE IMPOSTE (E-F)
 (-) Imposte e tasse
H) UTILE NETTO

Flussi contrattuali

(-) Investimenti tipo (a) (b) (c) (...)
(A1) TOTALE INVESTIMENTI
(A2) IVA SU INVESTIMENTI
(A) TOTALE FLUSSI DI CASSA RIFERITI AGLI
INVESTIMENTI (A1+A2)
(B) +/- MARGINE OPERATIVO LORDO
(C) +/- VARIAZIONE DEL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO
(D) FLUSSO DI CASSA OPERATIVO PER IL CALCOLO DEL
TIR DI PROGETTO LORDO (A+B+C)
(E) IMPOSTE SUL REDDITO (CALCOLATE SUL MARGINE
OPERATIVO NETTO)
(F) FLUSSO DI CASSA OPERATIVO PER IL CALCOLO DEL
TIR DI PROGETTO NETTO (D+E)
 (+) Linea di credito principale, stand by, IVA (- commissioni)
 (+) Debiti subordinati
 (+) Capitale proprio
 = **FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER RIMBORSI**
 (-) Rimborsi quota capitale linea di credito principale, stand by,
 IVA
 (-) Interessi linea di credito principale, stand by, IVA
 (-) Compensi banca agente
 = **FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE DOPO LE BANCHE**
 (-) Rimborsi del debito subordinato
 (-) Interessi sul debito subordinato
FLUSSO DI CASSA PRIMA DELLA DISTRIBUZIONE DEI
DIVIDENDI
 (-) Pagamento dei dividendi
FLUSSO DI CASSA GENERATO NEL PERIODO
 (+) Disponibilità di cassa iniziale per il servizio del debito
TOTALE TESORERIA DISPONIBILE

(Adattato da A. Bubbio, il Budget, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001)

9 – L'analisi per flussi finanziari

L'elaborazione dei flussi finanziari utilizzabili nella redazione del piano economico-finanziario del progetto viene messa a fuoco con riferimento a diversi scenari possibili, ai quali associare probabilità di reddito che, in funzione della loro maggior o minor credibilità, orienteranno la scelta³².

A tal fine, ci si avvale di due principali schemi di calcolo:

- Free cash flow from operations - FCO -, rappresenta i flussi di cassa generati dalla gestione operativa;
- Free cash flow to equity - FCFE -, rappresenta i flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti.

Basati su sofisticati modelli matematico-statistici di simulazione, questi schemi sono in grado di pervenire alla redditività del progetto (valore attuale netto, indice di profittabilità e tasso interno di rendimento), associando alla tecnica dei flussi di cassa attualizzati l'analisi di sensitività del modello, volta a valutare gli scostamenti sui flussi di cassa attesi al mutare delle variabili chiave, quali i prezzi, la produttività, ecc.³³.

Gli schemi seguenti espongono la struttura di FCO e di FCFE, con l'esclusione delle gestioni accessorie, oggetto di autonoma valutazione.

Determinazione di FCO

- + Margine operativo lordo
- ± Variazione del Capitale circolante commerciale
- ± Variazione del fondo TFR
- Investimenti operativi
- + Disinvestimenti operativi
- Imposte sul risultato operativo

³² L'analisi di bilancio condotta per flussi finanziari rileva, attraverso la dinamica dei movimenti prodotti dalla gestione nelle fonti e negli impieghi delle risorse finanziarie, le disponibilità liquide prodotte in un particolare periodo. Essa si fonda sulla comparazione di due o più bilanci successivi e consente di evidenziare e interpretare le variazioni intervenute nella struttura patrimoniale e finanziaria dell'impresa; nonché di prevedere i diversi effetti che le variazioni in atto potranno avere sulla struttura finanziaria globale dell'impresa. Intesa nella sua accezione più ampia, questa analisi rappresenta tanto uno strumento di pianificazione che di controllo a consuntivo sui dati storici. Pur mantenendo la propria autonomia di elaborazione, si affianca utilmente all'analisi per indici, onde offrire un quadro attendibile della situazione patrimoniale e finanziaria dell'azienda.

³³ Le stime dei futuri flussi di cassa risultano tanto più incerte quanto più lungo è il periodo di realizzazione-utilizzazione del progetto; per questo è opportuno integrare le valutazioni esposte con altri tipi di analisi, al fine di misurare la capacità dei flussi di cassa di coprire il debito assunto lungo tutta la vita del progetto, o il cosiddetto

= FCO (flusso monetario netto della gestione operativa)

Il valore di FCO individua le componenti operative del flusso di cassa di progetto, con l'esclusione degli elementi di natura finanziaria (quote capitale e interessi, alimentazione della riserve account ³⁴ e dividendi agli sponsor).

Determinazione di FCFE

+ Margine operativo lordo
± Variazione del Capitale circolante commerciale
± Variazione del fondo TFR
– Investimenti operativi
+ Disinvestimenti operativi

= Flusso monetario della gestione operativa al lordo delle imposte
– Interessi passivi netti
– Imposte sull'utile netto
± Rimborsi/Versamenti di capitale
± Variazione “programmata” dell'indebitamento netto

= FCFE (Flusso monetario netto per gli azionisti)

Il valore di FCFE dipende, oltre che dalle voci riferibili alla remunerazione dei debiti netti e dalle imposte sull'utile netto, anche dalla variazione programmata dell'indebitamento netto. Per la sua determinazione è necessario definire una struttura finanziaria obiettivo che sia coerente con i parametri di indebitamento utilizzati nelle valutazioni³⁵.

<<cover factor>>, cioè lo scarto tra lo scenario previsto e la situazione in cui il progetto non è più in grado di raggiungere un pareggio tra i costi ed i ricavi.

³⁴ Per reserve account si intende un conto vincolato a garanzia del regolare servizio del debito. Esso consiste in un accantonamento, effettuato nel corso del finanziamento, a fronte di eventuali periodi di tensione finanziaria che mettano a repentaglio, in tutto o in parte, il servizio del debito. Per un approfondimento in materia, si veda S. Gatti, op. cit..

³⁵ In proposito, si vedano: M. Massari, Finanza aziendale: valutazione, McGraw Hill, Libri Italia, Milano, 1998.

Sull'effettiva valutazione finanziaria, vasta è la letteratura pronunciata relativamente alla scelta del tasso di sconto da applicare nell'analisi dei flussi di cassa generati da un investimento pubblico, finanziato in tutto o in parte dal soggetto privato. L'analisi richiede l'opportuna considerazione, tra gli altri, dei seguenti elementi:

- Il valore finanziario del tempo;
- La rischiosità del progetto;
- La struttura finanziaria definita per la copertura delle spese di investimento.

10 – L'analisi per indici economico-finanziari

L'analisi economico-finanziaria si avvale di una serie di indici sintetici che permettono di analizzare i diversi aspetti ed obiettivi propri di un'iniziativa economica legata ad un dato progetto³⁶.

Indicatori di sintesi del livello di convenienza economica sono il VAN, il TIR e le loro elaborazioni.

- Il VAN, valore attuale netto, rappresenta la ricchezza incrementale netta generata dall'investimento. Espresso in moneta attuale al momento della valutazione, è pari alla somma algebrica dei flussi di cassa operativi attesi dalla realizzazione dell'opera scontati al tasso corrispondente al costo stimato del capitale investito. Un VAN positivo esprime la capacità del progetto di generare flussi monetari netti sufficienti a ripagare i capitali impiegati nelle varie fasi di evoluzione dell'opera, lasciando disponibili altre risorse per ulteriori destinazioni.

Il calcolo del VAN collegato a una specifica iniziativa può articolarsi in due procedimenti:

o Determinazione del VAN nell'ipotesi in cui il finanziamento dell'opera avvenga con apporto esclusivo di capitale proprio - alternativa "all quality" -: in questo caso, il tasso di attualizzazione da impiegare rispecchierà il solo costo del capitale di rischio;

o Determinazione del VAN nell'ipotesi in cui il finanziamento dell'opera avvenga con il ricorso al capitale di terzi in aggiunta ai mezzi propri messi a disposizione dagli azionisti: in questo caso, il costo del capitale investito dovrà essere calcolato come media ponderata dei costi del capitale proprio e di debito - WACC (weighted average cost of capital) -.

- Il TIR, tasso interno di rendimento, in inglese IRR, rappresenta quel tasso di sconto al quale un investimento presenta un VAN pari a zero, in corrispondenza del quale, di fatto, il risultato economico dell'operazione si annulla. Un investimento che presenta un TIR superiore al costo delle fonti necessarie per finanziarlo offre positive condizioni di redditività prospettica.

Pertanto, il tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa, avendo già a priori definita una certa struttura finanziaria, in corrispondenza di ciascuno scenario, sarà pari al costo del capitale necessario a finanziare l'investimento.

Tra i numerosi approcci utilizzabili per la definizione del costo del capitale investito, quello più utilizzato è certamente il "costo medio ponderato del capitale" (Wheighted Average Cost of Capital - WAAC), così rappresentabile: $WAAC = KE \times [(E/(D+E)] + KD \times [(E/(D+E)] \times (1-t)$. KE è il rendimento atteso del capitale di rischio, KD è il costo atteso del capitale di debito e (1-t) esprime l'impatto del debito in termini di recupero di tassazione a seguito della deducibilità fiscale degli oneri finanziari del reddito d'impresa (T è l'aliquota fiscale media complessiva applicabile alla società che realizza l'opera).

Ovviamente tutte le variabili considerate non sono di facile determinazione.

(Cfr. F. Modigliani, M.H. Miller, The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, in "American Economic Review", 1958; W.F. Sharpe, A simplified model for portfolio analysis, in "Management and Science", 1963; J. Lintner, The Evaluation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budget, in "Review of economics and statistics", 1965; J. Lintner, The aggregation of investors diverse judgments and preferences in purely competitive security market, in "Journal of financial and quantitative analysis", 1969; S.A. Ross, The capital asset pricing model, short sales restrictions and related issues, in "Journal of Finance", 1976-1977).

³⁶ A Gervasoni - R, Del Giudice, op. cit., ; S. Gatti, op. cit..

Tuttavia, non è sufficiente calcolare gli indicatori sintetici del grado di convenienza economica dell'opera, in quanto non tutti gli investimenti economicamente convenienti risultano fattibili dal punto di vista della dinamica finanziaria e monetaria.

Occorre indagare anche sulla capacità dell'opera di generare flussi monetari sufficienti a garantire la remunerazione e il rimborso dei finanziamenti e un adeguato dividendo agli azionisti. Ciò significa che i flussi di cassa netti riscontrabili nel corso delle fasi di realizzazione e gestione dell'opera dovranno presentare un valore positivo o, al limite, pari a zero.

Accanto al TIR e al VAN, i principali indicatori economico-finanziari sono costituiti da³⁷:

- equity/debt ratio (grado di leverage), pone in evidenza il rapporto tra capitale proprio e di debito. Le banche richiedono un impegno finanziario diretto da parte dei promotori per rafforzare il coinvolgimento, finanziare una certa quota di capitale fisso e contenere il servizio del debito. I promotori mirano, viceversa, a valorizzare al massimo la leva finanziaria, ovvero il rapporto tra debito e capitale, per il quale, tra l'altro, non esiste una misura ideale³⁸. L'indice viene concordato tra promotori e finanziatori sulla base delle caratteristiche dell'operazione e del suo profilo di rischio complessivo, tenendo presente che sue determinanti sono la capienza del cash flow, il rischio associato al tipo di progetto, il pacchetto delle garanzie offerte e le agevolazioni fiscali derivanti dall'indebitamento. Di norma, le banche chiedono un rapporto tra debito e capitale proprio tanto più basso quanto maggiori sono i rischi associati al progetto e scarsa la correlazione tra i contratti e le garanzie sottostanti l'operazione commerciale. Una volta fissato, l'equity/debt ratio costituirà il limite massimo di indebitamento, vincolante per la società di progetto lungo l'intero arco di vita dell'operazione finanziaria fino all'estinzione del debito.
- equity/total investments, evidenzia il grado di copertura dell'attivo effettuato con mezzi propri; a suoi valori elevati corrispondono ottime garanzie di rimborso del finanziamento da parte di terzi;
- net profit/equity, indica il tasso di rendimento del capitale di rischio, dato dal rapporto tra utile netto e capitale proprio di azionisti ed eventuali istituzioni governative appaltanti il progetto.
- return on equity, rappresenta il rendimento del capitale proprio apportato dai promotori privati, ovvero dell'equity al netto della quota conferita dalle istituzioni governative appaltanti;
- project ROE, esprime il rendimento percentuale dei mezzi propri forniti dai promotori lungo tutto l'arco di vita del progetto; è il tasso che rende nulla la somma dei flussi di capitale proprio (apporti ed utili) attualizzati.

³⁷ S. Valerio, Scelte di investimento: adeguare i modelli alla realtà aziendale, op. cit..

Le banche valutano la capacità del progetto di rimborsare il debito comprensivo di interessi secondo il piano di ammortamento prefissato³⁹; nonché controllano i tempi di rimborso e di incidenza della rata di ammortamento sul flusso di cassa totale, avvalendosi degli indici di copertura del servizio del debito⁴⁰, tra i quali i più usati sono:

- il project cover ratio, esprime il rapporto tra il valore attuale netto dei flussi di cassa susseguitisi in tutta la vita del progetto ed il valore attuale del debito; permette di valutare la capacità di servizio del debito del progetto anche successivamente al periodo di previsto rimborso; maggiore è il suo valore, maggiore è la sicurezza per i finanziatori;
- il loan life net present value, quale valore attuale netto dei flussi di cassa del progetto limitati alla sola durata dei finanziamenti, sintetizza la capacità del progetto di generare flussi di cassa a servizio del debito sino alla data prevista per la sua estinzione;
- il minimum debt service cover ratio, esprime il minore valore assunto dall'annual debt service cover ratio di un progetto, rappresentando il punto critico nel rimborso finanziario;
- l'average loan debt service cover ratio, media aritmetica degli annual debt service cover ratios.

In concreto, nella valutazione dell'iniziativa progettuale le banche si avvalgono di una gamma di valutazioni economico-finanziarie idonea a quantificare il finanziamento e la struttura finanziaria ottimale per l'approvvigionamento ed il rimborso remunerativo dei capitali necessari, sia di debito che di rischio, aspetti chiave su cui i finanziatori formulano il livello di bancabilità dell'iniziativa.

Significativo è il ricorso ai seguenti indicatori sintetici di natura finanziaria:

- il DSCR, debt service cover ratio, è pari al rapporto, calcolato per ogni periodo dell'orizzonte temporale previsto per la durata dei finanziamenti, tra il flusso di cassa operativo generato dal progetto e il servizio del debito comprensivo di quota capitale e quota interessi. Rappresenta la capacità del progetto di rimborsare il debito periodo per periodo, conformemente ad un piano di ammortamento prefissato. Il significato di tale indicatore è di facile interpretazione: un valore uguale o superiore all'unità sta ad indicare che l'investimento è in grado di produrre flussi di cassa pari o superiori alle rate del debito spettanti ai finanziatori. Il valore minimo di tale quoziente non può, quindi, essere pari all'unità per non compromettere la possibilità di remunerare gli azionisti. Non esiste un livello standard di DSCR. Il suo valore deve, di volta in volta, essere confrontato con valori relativi ad altre iniziative con pari rischiosità, garanzie, finanziatori;

³⁸ F. Insigna, Project financing; lo studio di fattibilità e l'analisi dei rischi, op. cit..

³⁹ G. Vinter, NPVs and Cover Ratios, in AA. VV., Legal aspects in project finance, Project and Trade Finance, gennaio 1995, 49-63.

⁴⁰ S. Gatti, op. cit.; J. Ball, op. cit., 8; M. Pierdicchi, op. cit..

- il LLCR, loan life cover ratio, è pari al quoziente tra la somma attualizzata dei flussi di cassa disponibili per il servizio del debito, compresi fra l'istante in cui avviene la valutazione e l'ultimo anno previsto per il rimborso dei finanziamenti, e il debito residuo considerato allo stesso istante di valutazione. Rappresenta la capacità del progetto di ripagare il debito ed i relativi interessi, secondo il piano di ammortamento prestabilito; pertanto, quanto più il LLCR assumerà valori superiori all'unità, tanto maggiori risulteranno il livello di solidità finanziaria dell'investimento e la garanzia di rimborso ottenibile dai finanziatori.

Una volta predisposto il modello economico-finanziario si deve procedere a verificarne l'attendibilità attraverso l'analisi di sensitività; vale a dire attraverso una tecnica che esamini la sensibilità del cash flow del progetto rispetto ad alcune variabili fondamentali e le relative ripercussioni sul rimborso del prestito.

Le variabili in gioco, sulla base delle quali vanno costruiti tutti i possibili scenari alternativi, sono molteplici; basti citare i tassi di interesse, i tassi di cambio, i tassi di crescita del PIL, il costo del lavoro, le politiche fiscali, l'inflazione, i prezzi delle materie prime, il prezzo o le quantità vendute del bene o servizio prodotto, etc..

Siffatta analisi si avvale di metodi di simulazione per prevedere gli impatti sul progetto di determinati eventi che potrebbero verificarsi, andando a modificare le previsioni iniziali.

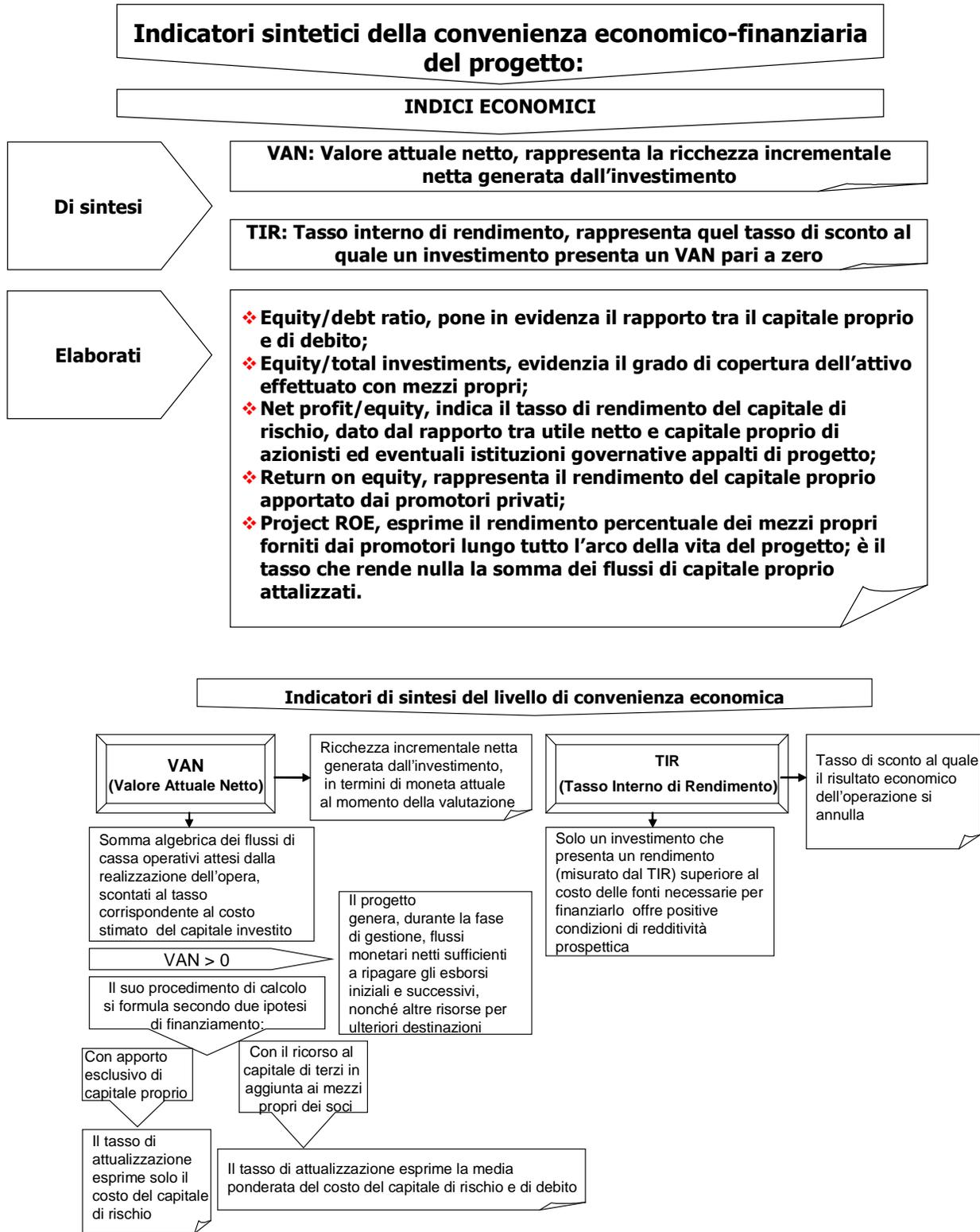
Pertanto essa considera le variabili isolatamente, trascurando le relazioni che le collegano tra loro.

Quindi, la verifica di attendibilità del modello economico-finanziario va condotta con la giusta cautela⁴¹.

Naturalmente il coinvolgimento finale non sarà solo espressione del valore di tali indici e dell'analisi di sensitività, ma anche della remunerazione del progetto, della politica di portafoglio delle banche, dell'eventuale esposizione verso un determinato Paese o una determinata impresa, e così via.

⁴¹ Così Tamarowski, op. cit., 30 ss..

Fig. 7 – Prospetto indicatori sintetici di convenienza economico-finanziaria del progetto



Indicatori di sintesi del livello di convenienza economica

**VAN
(Valore Attuale Netto)**

↓

Somma algebrica dei flussi di cassa operativi attesi dalla realizzazione dell'opera, scontati al tasso corrispondente al costo stimato del capitale investito

VAN > 0

Il suo procedimento di calcolo si formula secondo due ipotesi di finanziamento:

Con apporto esclusivo di capitale proprio

Il tasso di attualizzazione esprime solo il costo del capitale di rischio

Con il ricorso al capitale di terzi in aggiunta ai mezzi propri dei soci

Il tasso di attualizzazione esprime la media ponderata del costo del capitale di rischio e di debito

Ricchezza incrementale netta generata dall'investimento, in termini di moneta attuale al momento della valutazione

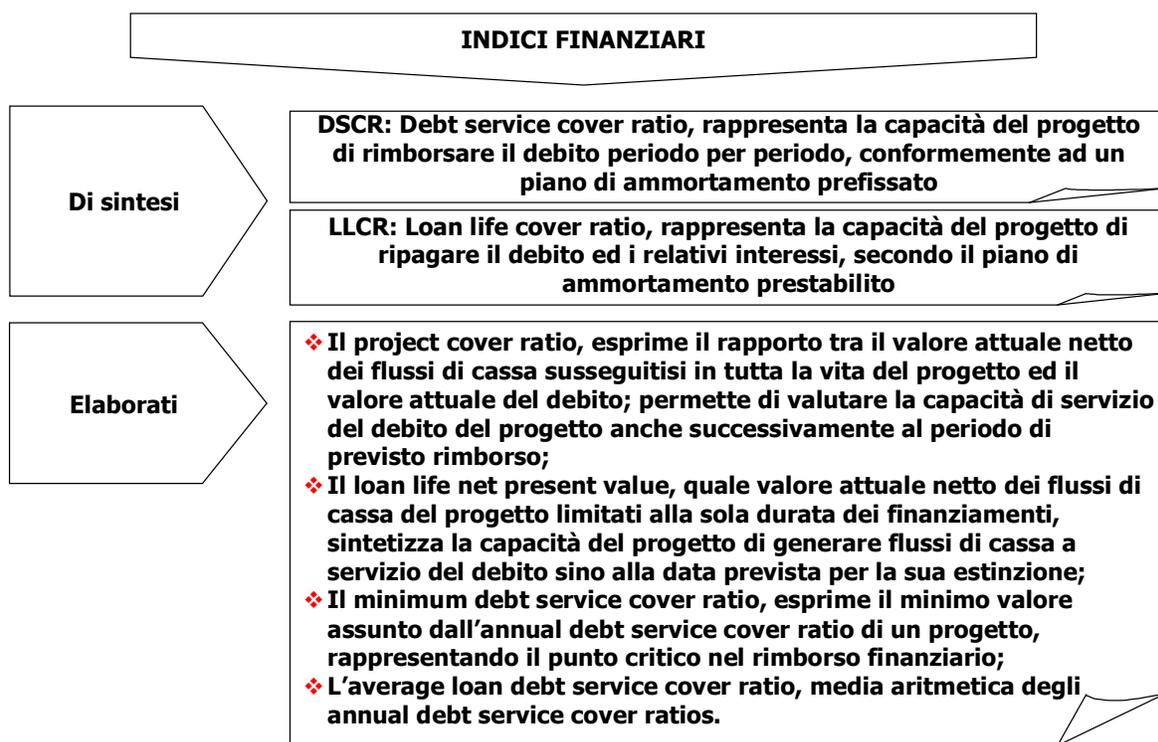
Il progetto genera, durante la fase di gestione, flussi monetari netti sufficienti a ripagare gli esborsi iniziali e successivi, nonché altre risorse per ulteriori destinazioni

**TIR
(Tasso Interno di Rendimento)**

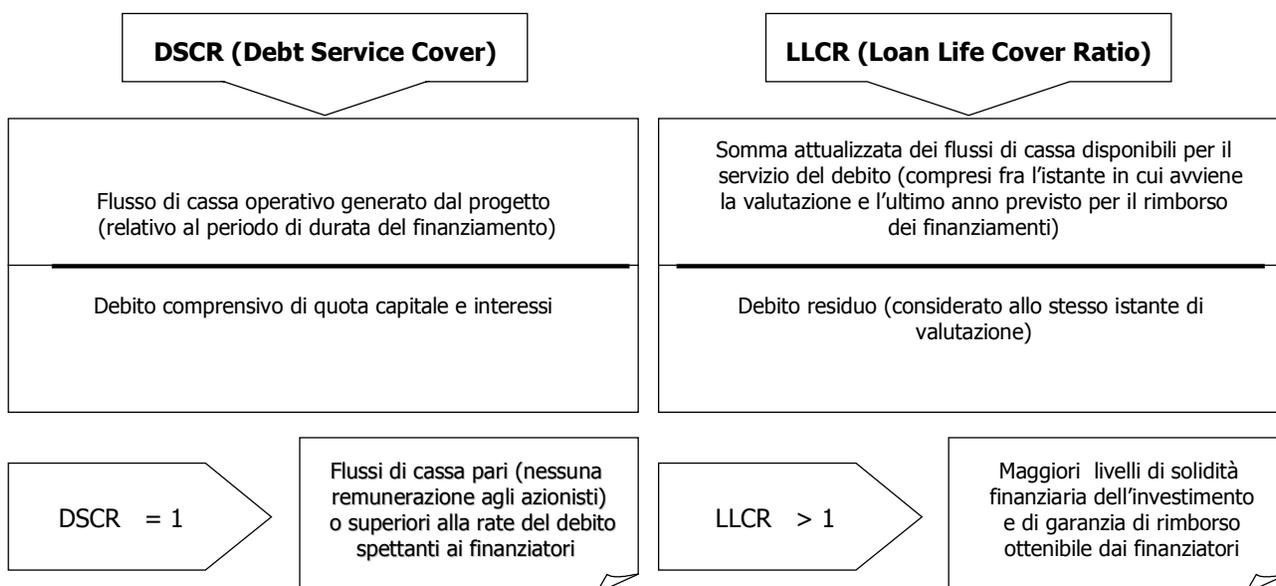
↓

Solo un investimento che presenta un rendimento (misurato dal TIR) superiore al costo delle fonti necessarie per finanziarlo offre positive condizioni di redditività prospettica

Tasso di sconto al quale il risultato economico dell'operazione si annulla



Indicatori di sintesi di natura finanziaria idonei a valutare l'attitudine dell'opera a rimborsare i finanziamenti e remunerare il capitale di rischio:



Prospetto indicatori sintetici di convenienza economico-finanziaria del progetto

INDICI DI BANCABILITÀ		
Tasso di attualizzazione		CALCOLO DELL'ANNUAL DEBT SERVICE COVER RATIO (ADSCR)
Flusso di cassa disponibile per il rimborso		(a) Flusso di cassa disponibile per rimborsi
Rata di rimborso linea di credito principale e stand by		(b) Rata di rimborso linea di credito principale e stand by
Residuo debito linea di credito principale e stand by		(c) Residuo debito linea di credito principale e stand by
CALCOLO DEL LOAN LIFE COVER RATIO (LLCR)		ADSCR = (a)/(b+c)
Flusso di cassa disponibile per rimborsi nell'anno x		MIN ADSCR
(1) VAN del flusso di cassa disponibile per rimborsi nell'anno x		MAX ADSCR
(2) Riserva di cassa per il servizio del debito nell'anno x		MEDIA ADSCR
Somma 1+2		MIN LLCA
(3) Residuo debito linea di credito principale		MAX LLCA
LLCR = (1+2)/(3)		MEDIA LLCA
		= FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER RIMBORSI

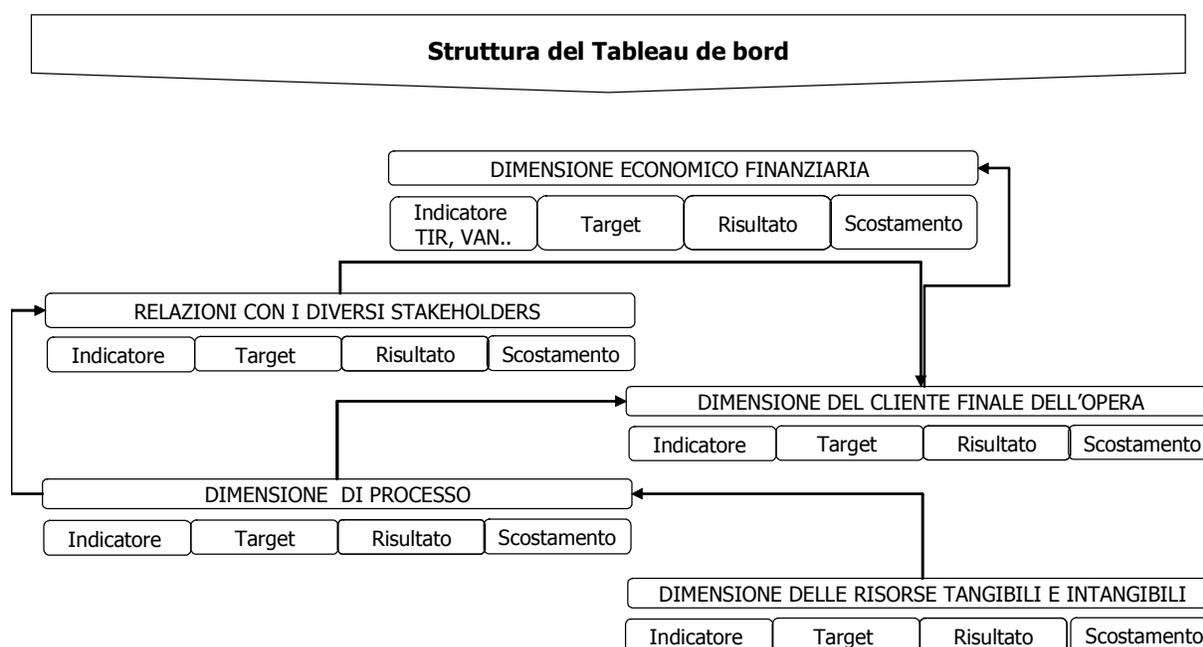
INDICI DI REDDITIVITÀ
TIR DEL PROGETTO (alternativa all'Equity, prima delle tasse)
Investimenti
Esborso Iva
Rimborsi Iva
Flusso di cassa di natura reddituale
Variazione CCN
Flusso di cassa operativo
TIR del progetto (prima delle tasse)
Imposte e tasse
Flusso di cassa operativo netto
TIR del progetto (dopo le tasse)
VAN del progetto (dopo le tasse)
TIR DEGLI AZIONISTI
Versamenti di capitale
Versamenti di debiti subordinati
Rimborsi di debiti subordinati
Interessi su debiti subordinati
= Flusso di cassa annuale per gli azionisti
TIR degli azionisti
VAN degli azionisti

11 – Il controllo dell'operazione di project financing

La gestione dell'opera necessita di efficaci sistemi di controllo, strettamente coordinati rispetto agli obiettivi di carattere strategico ed operativo predisposti nella pianificazione adottata.

Attuato attraverso il tableau de bord,

Fig. 8 – Tableau de bord



il controllo:

- si configura come un vero e proprio sistema Activity Based Management, in cui le molteplici attività tra loro interrelate che compongono i processi vengono di fatte monitorate in un'ottica multi dimensionale, con riferimento a tutte le variabili critiche considerate nella definizione degli obiettivi da perseguire⁴²;

- implementa sistemi di misurazione e controllo dei costi per attività (activity based costing) che costituiscono uno strumento di governo di fondamentale importanza, come comprovato dalle seguenti constatazioni:

- l'esistenza di un piano economico-finanziario che esplicita e indirizza la convenienza economica dell'operazione nel corso della sua evoluzione;
- i rischi associati a un incremento dei costi in fase di costruzione, a uno slittamento dei tempi di ultimazione, nonché ai tempi di mantenimento della produzione in linea ri-

⁴² Nelle operazioni di project financing il monitoraggio dei tempi relativamente a ciascuna attività che compone il processo di realizzazione dell'opera è estremamente importante, alla luce del fatto che, in caso di ritardo nella consegna, la Special vehicle purpose sarà tenuta ad una penale giornaliera fino a un limite di tempo massimo, superato il quale si potrà optare per la risoluzione del contratto.

- spetto a standard predefiniti, sono generalmente tutti a carico del privato che realizza l'opera;
- in molti casi i ricavi sono definiti ex-ante in modo fisso (es. canone periodico versato al soggetto gestore dell'opera) o comunque sono difficilmente manovrabili “verso l'alto”;
 - la struttura finanziaria dell'iniziativa è sostanzialmente pre-definita, così come lo sono, generalmente, l'entità e la tipologia delle fonti di finanziamento;
- si avvale della contabilità analitica, strumento direzionale volto ad integrare il sistema informativo iniziale e ad avviare un ampio processo di management in un'ottica multi dimensionale volta a coordinare tutte le dimensioni critiche economico-finanziarie proprie dell'operazione di project financing.

12 – Profilo tributario di un'operazione di project financing

La società di progetto è sottoposta ad un trattamento tributario di inevitabile impatto sulla redditività e sulla previsione dei cash flow operativi del progetto stesso.

In materia di imposte indirette, l'IVA, pur non rappresentando un costo per la società di progetto, costituisce un esborso finanziario dovuto agli ingenti costi sostenuti durante il periodo di realizzazione dell'opera, non supportati dai corrispondenti ricavi coi quali traslare l'onere sull'utente finale. Temporaneamente incisa del tributo, la società di progetto è tenuta ad affrontare un apposito finanziamento (VAT facility)⁴³ con aumento della sua globale situazione di indebitamento.

La fase di costruzione dell'opera è dominata dall'esclusiva presenza di componenti di reddito negativi, il cui impatto sui bilanci della Special vehicle purpose (SPV) può essere attenuato rinviandone la deducibilità agli esercizi successivi, attraverso la loro capitalizzazione che, andando a concorrere al valore finale dell'opera da ammortizzare, avrà un impatto differito nel tempo, riducendo le perdite dei primi esercizi e gli utili di quelli futuri⁴⁴. Alla materia dei differimenti fiscali va collegata la possibilità di riportare le perdite ad esercizi successivi, fattispecie per cui la normativa sancisce come tale computazione in diminuzione del reddito complessivo sia possibile entro il quinto esercizio successivo la manifestazione della perdita; questa facoltà viene meno spirato detto termine, salvo il caso di perdite riferite ai primi tre periodi d'imposta.

L'art. 19, comma 2, della legge 109/94, come modificato dalla legge 166/02⁴⁵, attribuisce all'ente concedente la facoltà di corrispondere contributi⁴⁶ idonei a perseguire l'equilibrio eco-

⁴³ Acronimo di Value Added Tax, traduzione inglese di IVA.

⁴⁴ U. Draetta - C. Vaccà (a cura di), Il project financing, op. cit., 126-127.

⁴⁵ La L. n.166/02 ha previsto l'abbattimento della soglia massima di tali contributi, fissata precedentemente nel cinquanta per cento dell'importo totale dei valori.

nomico-finanziario del promotore che pratici prezzi o tariffe amministrative, ossia determinate dall'ente stesso al di sotto del valore di mercato per i servizi a larga domanda. La società di progetto può beneficiare di tali contributi sotto forma di: integrazione, nelle ipotesi di contributi in conto esercizio; apporto alla fase di realizzazione dell'opera, quando si configurano come contributi in conto capitale; contributi in conto acquisizione impianti, nel caso supportino l'acquisizione di beni strumentali⁴⁷.

L'assoggettamento all'ammortamento dell'opera realizzata dipende dal momento del suo passaggio di proprietà all'Amministrazione concedente, distinguendosi i casi di:

- restituzione del bene immediatamente successiva al superamento della fase di collaudo, l'ammortamento si effettua esclusivamente sul valore immateriale costituito dalla concessione di costruzione e gestione per tutto il tempo della sua durata;
- trasferimento finale dell'opera, la società di progetto può optare per l'ammortamento ordinario,

basato sul costo storico del bene, oppure per l'ammortamento finanziario, secondo la durata del rapporto giuridico di concessione⁴⁸.

La devoluzione del bene all'Amministrazione concedente, se contemplata dal contratto di concessione, deve essere considerata alla stregua di una concessione gratuita e, come tale, non gravata da IVA. Qualora sia contrattualmente contemplata, non sussiste il passaggio della proprietà dell'opera, quanto piuttosto una restituzione della stessa all'ente che ne ha sempre detenuto la proprietà a titolo originario⁴⁹.

13 – Futuribilità del Project financing

Le dimensioni assunte nel mercato italiano dalla finanza di progetto sono ormai significative, specie se si considera il ritardato ricorso del nostro paese a tale strumento finanziario. Le aspettative per gli anni immediatamente a venire sono veramente incoraggianti, dato il già ben avviato cammino verso la globalizzazione⁵⁰ dei mercati ed il correlato bisogno di infrastrutture.

⁴⁶ Lo stesso articolo evidenzia come i contributi non debbano necessariamente essere corrisposti sotto forma di denaro, bensì mediante il trasferimento della proprietà o del diritto di godimento di beni immobili funzionali alla gestione dell'opera di proprietà dell'ente concedente o ad esso a tal fine espropriati.

⁴⁷ U. Draetta - C. Vaccà (a cura di), Il project financing, op. cit., 123-125.

⁴⁸ Nel caso di assenza di trasferimento del bene alla Pubblica Amministrazione l'ammortamento finanziario non è applicabile. Per un approfondimento su entrambe le tipologie di ammortamento, si veda: U. Draetta - C. Vaccà (a cura di), Il project financing, op. cit., 128-136.

⁴⁹ Tale teoria non è unanimemente supportata: alcuni autori sostengono che la restituzione, seppur a titolo gratuito, abbia natura onerosa, rappresentando il corrispettivo pagato dal concessionario per la gestione del bene, e, come tale, assoggettata ad IVA. (U. Draetta - C. Vaccà (a cura di), Il project financing, op. cit., 138-139; Risoluzione del ministero delle Finanze n. 16/E del 16 febbraio 2000).

⁵⁰ La globalizzazione consiste nella realizzazione di un mercato di dimensione mondiale in cui la produzione avviene in ogni parte del mondo, favorita dal miglioramento nei trasporti e dal rapido scambio delle informazioni. Alla globa-

Al project financing sono ascrivibili vantaggi, quali elevate concessioni di indebitamenti, contrazioni significative dei rischi ripartibili tra i diversi soggetti coinvolti, capacità di investimento dei promotori salvaguardata da finanziamenti fuori bilancio. È, invece, penalizzato dalla struttura contrattuale complessa⁵¹, dai tempi di implementazione mediamente lunghi, dall'elevato valore assoluto dei costi dell'operazione, comprensivo di interessi, commissioni e due diligence, da vincoli contrattuali e garanzie richieste troppo spesso limitativi del margine di manovra del promotore. Il legislatore italiano ha incentivato il ricorso al project financing pubblico, opportunamente supportato dal settore privato, il quale è in grado di fornire le proprie capacità manageriali, commerciali e innovative nella realizzazione e nella gestione delle opere di pubblica utilità, favorendo la riduzione dell'impegno finanziario complessivo, il miglioramento delle qualità dei servizi erogati, ritorni economici remunerativi⁵².

Tra le tipologie di progetti finanziabili con il project financing meritano attenzione:

- Progetti dotati di un'autonoma capacità di generare redditi attraverso ricavi da utenza, si tratta delle cosiddette “opere tariffabili”, - porti, tunnel, ferrovie, autostrade, reti di telecomunicazione - che consentono di applicare un prezzo al servizio come controprestazione dovuta dall'utente. In tale ambito possono rientrare anche quelle opere gestite dal concessionario in regime di libertà di mercato sino al termine della concessione - la gestione di un parcheggio -. I ricavi commerciali di tali progetti consentono al settore primario un integrale recupero dei costi di investimento nell'arco della vita della concessione, mentre il coinvolgimento del settore pubblico si limita ad identificare le condizioni necessarie per consentire la realizzazione del progetto.
- Progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla Pubblica amministrazione, sono opere - 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.
- Progetti che richiedono una percentuale di contributi pubblici, si tratta delle cosiddette “opere fredde”⁵³ per le quali, essendo predominante la funzione sociale, è impossibile determinare un tariffario che garantisca la completa remunerazione degli investimenti effettuati, dovendo, così, rimanere ancorati alle contribuzioni pubbliche. Sono iniziative dai ricavi commerciali insufficienti

lizzazione si accompagna il fenomeno della delocalizzazione, che vede il trasferimento di molte produzioni in paesi sottosviluppati caratterizzati da salari sensibilmente più bassi. Il tutto viene completato da produzioni attivate direttamente in questi paesi utilizzando tecnologie meno elevate qualitativamente e, come tali, più accessibili.

⁵¹ M. Baldi, G. De Marzo, op. cit..

⁵² B. Carapella, Il project financing: un percorso per la Pubblica Amministrazione, F. Angeli, Milano, 2001, 21 ss.; C. Gorelli - P. Piacentini - P. Rostirolla, Il project financing e il finanziamento delle opere pubbliche, Bancaria Editrice, Roma, 1995, 61 ss..

⁵³ Per la distinzione tra opere “calde” e “fredde” si veda, per tutti, G. Tamburi - C. Salvato, Privatizzare con il project financing : tecniche, evoluzioni normative, esperienze e proposte per finanziare le opere pubbliche di uno stato senza soldi, CESPEP, Milano, 1995.

a generare adeguati ritorni economici, la cui realizzazione presenta rilevanti effetti positivi sulla collettività⁵⁴.

⁵⁴ Il Legislatore italiano ha previsto, all'art. 37-bis della Legge Quadro n. 109/1994, c.d. Legge Merloni, la necessità di intervenire con fondi pubblici, anche in presenza del ricorso al project financing, statuendo che il promotore può presentare proposte di realizzazione ai lavori pubblici o di pubblica utilità “con risorse totalmente o parzialmente” a suo carico.

Le Direttive comunitarie, destinate ad essere direttamente recepite negli ordinamenti dei paesi membri, hanno dettato norme uniformi al fine di accrescere la concorrenza nel mercato, permettere alle imprese europee di partecipare alle gare bandite dalle pubbliche amministrazioni di altri stati membri, assicurare la trasparenza e l'imparzialità delle procedure di scelta.

References

- A.A.V.V. (1995), *Il project financing e il finanziamento delle opere pubbliche*, Bancaria editrice, Milano;
- Amatucci F. M. (2002), *Il project finance nelle aziende pubbliche*, Egea, Milano;
- Baccolini R. - Baldini D. (2006), *Il project finance in Italia*, Il Mulino, Bologna;
- Baldi M. - De Marzo G. (2001), *Il project financing nei lavori pubblici*, Ipsoa, Milano;
- Ball J. (1988), *Understanding the mechanism*, in supplemento a Euromoney Publications, London;
- Bubbio A. (2001), *il Budget*, Il Sole 24 Ore, Milano;
- Calori G. - Perego N. (2001), *Project financing: dall'idea ai risultati*, in *Amministrazione & Finanza* [3-15];
- Carapella B. (2001), *Il project financing: un percorso per la Pubblica Amministrazione*, F. Angeli, Milano [21 ss.];
- Ciaran Walsh (2005), *Gli indici per la gestione dell'impresa*, Pearson Education Italia, Milano;
- Ciaran Walsh (2003), *Key management ratios: master the management metrics that drive and control your business*, Financial Times Prentice Hall, London;
- Cohen R. - Comito V. - Dal Prato L. (1995), *La gestione finanziaria dei progetti. Dal contract financing al project financing*, Guerrini, Milano;
- Corbetta G. - Visconti F. (1995), *Strategie delle piccole e medie imprese*, CUSL, Milano;
- Damiani M. - Lo Valvo P.P. - Pipitone I. (2004), *Project Management*, Il Sole 24 Ore, Milano;
- Dossena G. (1995), *Project financing e Asset Securitization. Opportunità per le imprese industriali*, Egea, Milano [37 ss.];
- Draetta U. - Vaccà C. (2002), *Il project financing*, Egea, Milano;
- Draetta U. - Vaccà C. (1997), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Egea, Milano [30 ss.];
- Draetta U. - Vaccà C. (2002), *Il project financing: soggetti, disciplina, contratti*, Egea, Milano;
- Falini A. (2004), *Project financing*, F. Angeli, Milano;
- Fava C. F. (2006), *Project Financing*, Il Sole 24 Ore, Milano;
- Ferrari G.F. - Fracchia F. (2004), *Project financing e opere pubbliche*, Egea, Milano.
- Gatti S. (2006), *Manuale del project financing*, Bancaria, Roma;
- Gervasoni A. - Del Giudice R. (2002), *Il project financing per lo sviluppo delle infrastrutture di trasporto*, De Agostini, Roma [100 ss.];
- Gorelli C. - Piacentini P.- Rostirolla P. (1995), *Il project financing e il finanziamento delle opere pubbliche*, Bancaria Editrice, Roma [61 ss.];

- Imperatori G. (1995), *Il project financing, Una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 Ore, Milano;
- Insigna F. (1995), *Le basi del project financing*, in *Amministrazione & Finanza* [347-353];
- Insigna F. (1995), *Le tecniche del project financing*, in *Amministrazione & Finanza* [1126-1132];
- Insigna F. (1996), *Project financing: lo studio di fattibilità e l'analisi dei rischi*, in *Amministrazione & Finanza* [598-607];
- Kaplan R.S. - Norton D.P. (1992), *The Balanced Scorecard*, in *Harvard Business Review*;
- Kotler P. - Scott W.G. (1993), *Marketing Management*, Isedi;
- Kaplan R.S., Norton D.P. (1993), *Putting the Balanced Scorecard to work*, in *Harvard Business Review*;
- Kaplan R.S. - Norton D.P. (1996), *Using the Balanced Scorecard as a strategic management system*, in *Harvard Business Review* [75-85];
- Leeper R. (1979), *Perspective on project financing*, in *The banker*;
- Lintner J. (1965), *The Evaluation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budget*, in "Review of economics and statistics";
- Lintner J. (1969), *The aggregation of investors diverse judgments and preferences in purely competitive security market*, in "Journal of financial and quantitative analysis";
- Lucidi C. (2005), *Manuale di project financing*, Dei, Roma;
- Massari M. (1998), *Finanza aziendale: valutazione*, McGraw Hill, Libri Italia, Milano;
- Modigliani F. - Miller M.H. (1958), *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in "American Economic Review";
- Mulazzani M. (2004), *Il project financing negli enti locali*, F. Angeli, Milano;
- Nevitt P.K. (1989), *Project financing*, Euromoney Publications, London;
- Pierdicchi M. (1987), *Il project financing internazionale*, in *Lecture di economia dei mercati finanziari internazionali*, a cura di C. Demattè, II, Unicopli, Milano [279-281];
- Porter M.E. (1985), *Competitive advantage. Creating and sustaining superior performance*, The Free Press, (trad. it. Il vantaggio competitivo, Edizioni Comunità, 1987);
- Ross (1976-1977), *The capital asset pricing model, short sales restrictions and related issues*, in "Journal of Finance";
- Salvato C. (1994), *Privatizzare con il Project Financing*, C.E.S.P.E.P., Milano;
- Sharpe W.F. (1963), *A simplified model for portfolio analysis*, in "Management and Science";
- Storer F. (1995), *Project Financing e sistemi infrastrutturali: alcune considerazioni in tema di rischio e finanziamento*, in *Finanza Marketing e Produzione*, Egea, Milano [63-79];

Tamarowski C. (2001), *Project financing e opere pubbliche in Italia: il settore delle costruzioni*, Egea, Milano [13 ss.];

Tamburi G. - Salvato C. (1995), *Privatizzare con il project financing: tecniche, evoluzioni normative, esperienze e proposte per finanziare le opere pubbliche di uno stato senza soldi*, CESPEP, Milano;

Valerio S. (1996), *Scelte di investimento: adeguare i modelli alla realtà aziendale*, in *Amministrazione & Finanza* [865-872];

Valerio S. (1996), *Project financing: le fonti di finanziamento*, in *Amministrazione & Finanza* [734-741];

Vinter G. (1995), NPVs and Cover Ratios, in AA. VV., *Legal aspects in project finance, Project and Trade Finance* [49-63];

Visconti V. (1995), *Project financing delle infrastrutture: uno schema operativo*, da *Analisi finanziaria* [62-74].