

Il Project Financing

di **Luca Blasi**

[Visualizza gli altri contributi dello stesso autore >>](#)

Introduzione

Il **project finance**, o finanza di progetto, è una modalità di finanziamento di progetti caratterizzata da una grossi investimenti di capitale finalizzata a ottimizzare l'allocazione dei rischi progettuali tra parte dei molteplici attori del progetto.

L'applicazione e lo sviluppo del project finance si sono avuti principalmente durante gli anni '80 e '90, periodo in cui è stato utilizzato per realizzare tra l'altro miniere, strade, ponti e parchi a tema. La finanza di progetto è utilizzata indistintamente nei paesi industrializzati e in quelli in via di sviluppo, anche se con applicazione a settori industriali differenti.

L'interesse generalizzato per la promozione dei project finance scaturisce dal fatto che i promotori del progetto sono interessati a realizzare iniziative apportando una quota limitata di capitale di rischio e utilizzando i ricavi prospettici generabili dal progetto quale garanzia per l'ottenimento di finanziamenti, mentre i finanziatori possono garantirsi rendimenti superiori a quelli medi di mercato.

Di per sé la finanza di progetto è una **modalità di ripartire i rischi associati ad un progetto in maniera maggiormente efficace** rispetto a forme di finanziamento tradizionali, di modo che i singoli rischi siano gestiti da chi ha le maggiori competenze per farlo. Ciò permette di diminuire il costo di indebitamento, incrementare l'efficienza della gestione e garantire ai promotori risorse finanziarie per il completamento del progetto, che non si sarebbero potute ottenere altrimenti. Come vedremo successivamente, tali vantaggi sono in parte bilanciati dalla complessità e dal costo associato alla strutturazione di un tale progetto, tali da rappresentare una barriera all'accesso a tali modalità di finanziamento.

Il tema del project finance è molto ampio e questo breve articolo non ha la pretesa di coprire tutti i suoi aspetti. Mi limiterò invece a dare una breve descrizione delle caratteristiche di tali progetti, per poi esaminare i maggiori elementi critici emersi. Per contestualizzare quanto descritto precedentemente in termini generali, illustrerò infine il **caso dell'Eurotunnel** e i problemi che ha incontrato nella sua genesi.

Le caratteristiche

Un'iniziativa di project finance è distinta innanzitutto dalla **presenza di un bene o alcuni diritti specifici** capaci di generare una serie di flussi di cassa positivi in un orizzonte temporale specifico.

Tali beni o diritti sono normalmente assegnati ad una società creata *ad hoc*, detta **società veicolo**, finalizzata unicamente a gestire il progetto stesso. Ciò consente agli azionisti della società veicolo, che normalmente coincidono con i soggetti interessati alla realizzazione dell'iniziativa, detti anche promotori o sponsors, di isolare l'andamento dell'operazione dalle proprie attività operative e di non doversi fare carico di ulteriore indebitamento per la realizzazione del progetto.

In relazione ai beni oggetto dell'operazione si possono distinguere **progetti basati sulla disponibilità** (miniere, giacimenti di petrolio o di gas) o **progetti basati sulla presenza di**

flussi su un bene (ad esempio gasdotti, ponti, autostrade, tunnel), tali da generare cassa sufficiente a garantire un adeguato rendimento a finanziatori di rischio e di debito.

I criteri per valutare tali iniziative saranno quindi finanziari e prospettici, basati cioè sulle prospettive reddituali e finanziarie del progetto, piuttosto che sulla presenza di garanzie reali degli sponsors.

Per diminuire la variabilità dei flussi di cassa futuri, nelle iniziative di project finance è costruito un **network contrattuale** tra gli attori principali del progetto, avente al centro la società veicolo. Con tali contratti tutte le controparti della società veicolo (banche, società di costruzione, società di gestione, pubblica amministrazione) stabiliscono le modalità di ripartizione dei rischi del progetto e, in ultima analisi, l'incremento dell'affidabilità dei flussi di cassa previsionali. La **cura nella redazione dei contratti e nell'allocazione dei rischi** è uno degli elementi principali nella riuscita di una operazione di project finance dato che solo una accurata mappatura e copertura dei rischi progettuali potrà proteggere gli esiti del progetto dal rischio del fallimento.

Per mappare i rischi progettuali gli specialisti del settore utilizzano **modelli matematici avanzati** in grado di prevedere accuratamente i flussi di cassa associati al progetto e gli eventuali impatti conseguenti al verificarsi di determinate accadimenti. Tali modelli, inoltre, sono utilizzati per effettuare analisi di scenario e valutare gli impatti sul progetto di cambiamenti nelle variabili chiave del progetto.

La valutazione finanziaria della finanza di progetto

Le tecniche utilizzate nella valutazione finanziaria dei project finance sono differenti a seconda della prospettiva di analisi utilizzata: nel caso di banche viene utilizzata quella del merito creditizio, mentre per valutazioni da parte di analisti esterni, si utilizza la valuation analysis.

L'analisi del merito creditizio è finalizzata a valutare la combinazione rischio/rendimento dal punto di vista del finanziatore di debito, al fine di stimare la probabilità che i flussi di cassa generati dal progetto siano sufficienti a ripagare interessi e quota capitale del debito contratto secondo le scadenze prefissate.

Dato che, per le caratteristiche peculiari di ogni progetto, non è possibile analizzarlo basandosi su progetti simili nel mercato, i finanziatori basano le proprie analisi su una accurata modellizzazione finanziaria e utilizzando tecniche quali l'analisi di *break even*, l'analisi di scenario e di sensitività per calcolare la probabilità di un *default* durante il periodo di progetto. Il finanziatore è interessato in fin dei conti a capire se la prospettiva del ritorno finanziario dell'investimento compensa i rischi connessi all'operazione di finanziamento.

La **valuation analysis** invece è sempre basata sullo strumento della modellizzazione quantitativa, ma è finalizzata a valutare il rapporto tra rischio e rendimento basandosi sui tassi di rendimento medi del mercato invece che quelli interni della banca.

Criticità del project finance

Da quanto visto precedentemente, operazioni di project finance si basano su una **sincronizzazione** perfetta tra risultati di progetto attesi e gestione finanziaria dell'iniziativa.

In un'iniziativa di project finance la cattiva pianificazione dei costi o la cattiva gestione delle fasi di costruzione o gestione può facilmente determinare una situazione di incapacità dell'iniziativa di far fronte ai suoi impegni finanziari.

Il **rischio** maggiormente pericoloso per tali operazioni è quello relativo al completamento delle opere di costruzione poiché la mancata operatività della struttura impedisce di generare ricavi e, di conseguenza, i flussi di cassa necessari a soddisfare i finanziatori dell'iniziativa.

Ulteriore elemento di criticità delle operazioni di project finance è quello degli **alti costi** da sostenere per il montaggio delle operazioni quali commissioni legali, finanziarie e tecniche. Ciò comporta che le iniziative in grado di giustificare tali commissioni sono relative a pochi selezionati settori in grado di garantire determinati rendimenti finanziari, quali ad esempio quello energetico, il petrolifero e le telecomunicazioni.

Case study: Eurotunnel

Il tunnel che collega la Gran Bretagna e la Francia è uno dei progetti maggiormente studiati per comprendere le criticità che possono emergere nelle iniziative di project finance. La storia dell'Eurotunnel ha avuto una genesi e uno sviluppo travagliato, che ne ha condizionato gli esiti e che ha impatti ancora oggi.

L'iniziativa prevedeva un costo iniziale di 5 miliardi di sterline, erogate da un gruppo di 225 istituti finanziari.

La **cattiva pianificazione** delle fasi di costruzione, completamento, e dei ricavi ha comportato una sottostima dei rischi connessi a tali elementi in fase di valutazione e *closing* del progetto, avvenuto nel maggio 1987.

La previsione iniziale prevedeva la conclusione dei lavori a maggio 1993 e un valore degli investimenti pari, come visto precedentemente, a 5 miliardi di sterline.

I lavori sono stati invece conclusi a dicembre 1994, dopo aver affrontato 9,7 miliardi di sterline di costi per la realizzazione del tunnel.

Ciò ha avuto come conseguenze dirette un **aumento del fabbisogno finanziario rispetto a quello inizialmente previsto**, con conseguente incremento del servizio del debito da soddisfare con i flussi di cassa di progetto, nonché lo slittamento dell'operatività del tunnel e della generazione di ricavi. **I ricavi poi si sono dimostrati inferiori a quanto previsto**, stante anche le contromosse concorrenziali degli operatori concorrenti dell'Eurotunnel, in particolar modo delle compagnie di navigazione operanti sulle tratte della manica.

Nonostante le incoerenze progettuali presenti inizialmente, per orgoglio nazionale e scelte politiche si erano sottostimati i rischi del progetto, con effetti disastrosi sulla vita del progetto.

Durante il corso del progetto la società ha avuto difficoltà sempre crescenti a soddisfare il servizio del debito, nonostante la massiccia conversione di circa 12,5 miliardi di dollari di debito in **equity** avvenuta durante i primi anni di operatività della società.

Da queste brevi note si comprende come una accurata e approfondita pianificazione e gestione del progetto è il requisito numero uno per aumentare le possibilità di successo di una operazione di questo tipo.