



Project Finance nel partenariato pubblico-privato e valutazione del Piano Economico Finanziario

Prof. Michele Rutigliano
Dipartimento di Economia Aziendale, Università degli Studi di Verona

Il Project Financing o Finanza di Progetto (PF) costituisce notoriamente una delle modalità applicative del c.d. «Partenariato Pubblico-Privato» per la realizzazione di opere infrastrutturali pubbliche e di pubblica utilità.

Un necessario passaggio per l'identificazione da parte dell'Ente appaltante dell'offerta economica più vantaggiosa (non l'unico e di regola neppure il principale) è la valutazione economico-finanziaria del «Piano». Tale valutazione costituisce un accertamento della redditività del progetto e della sostenibilità finanziaria, quindi della cosiddetta "bancabilità". In altri termini, va valutata comparativamente la capacità del Piano Economico Finanziario (PEF) che accompagna il "progetto" di attrarre i finanziatori, a titolo di debito (le banche) e a titolo di capitale o equity (altri investitori, in parte realisticamente gli stessi promotori).

Naturalmente questa valutazione non si limita ad un confronto fra gli "indicatori" di redditività e di sostenibilità finanziaria, così come esposti nel PEF. Occorre invece valutare, con il supporto di tecnici specializzati, la plausibilità delle ipotesi che sembrano garantire l'equilibrio economico-finanziario del piano. La plausibilità delle ipotesi può essere considerata in termini assoluti, ma soprattutto in termini relativi o comparativi.

Ad esempio, nel caso di un Project Finance avente ad oggetto la costruzione di una tangenziale e/o un traforo a pagamento, è evidente che ipotesi di volumi di traffico troppo ottimistiche o di durate eccessive delle concessioni dell'ente appaltante, oppure abnormi aspettative sui ricavi da subconcessione, costituiscono elementi che indeboliscono la solidità del piano, a prescindere dal livello degli indicatori.

Va escluso invece dalla valutazione del PEF il tema del "valore" economico dell'opera. Il fatto ad esempio che per un "traforo" si proponga la "canna unica" (meno costosa) o la "doppia canna" (più costosa) non è rilevante. Se astrattamente una delle offerte in gara proponesse quattro canne (una per ogni corsia), quindi a costi ancora più alti, non per questo il tema risulterebbe di interesse nella valutazione del PEF. Questo aspetto non interessa i potenziali futuri finanziatori e investitori, attenti essenzialmente alla redditività del progetto e alla sua sostenibilità finanziaria.

Il tema canna unica/canna doppia, preso come spunto esemplificativo, oppure quello relativo alla presenza o meno di un maggior tratto stradale nei progetti dell'uno o dell'altro concorrente, attiene alla fruibilità dell'opera e alla capacità della stessa di soddisfare le esigenze collettive per le quali si intende dar corso al progetto. L'Ente appaltante, in quanto portatore degli interessi collettivi, valuterà piuttosto la coerenza tra il valore dell'opera e i corrispettivi richiesti dal concessionario (in termini di tariffe e/o eventualmente contributi pubblici). Ma questo è un profilo estraneo alla valutazione del PEF, pur costituendo un aspetto importante che contribuisce al giudizio comparativo per l'individuazione dell'offerta economica più vantaggiosa nella prospettiva dell'Ente, giudizio che scaturisce dalla valutazione complessiva di tutti gli elementi che compongono il "rating" attribuibile ai singoli progetti.

La redditività del progetto viene misurata di regola da due indicatori principali: 1) TIR (tasso interno di rendimento) del progetto; 2) TIR equity

Il TIR progetto è un indicatore percentuale che esprime il rendimento del progetto, riflesso della capacità dello stesso di generare adeguati flussi di cassa dalla gestione operativa. A tal fine si tiene quindi conto (semplificando) dei ricavi e dei costi nella gestione del progetto, indipendentemente da come sarà finanziato, quindi senza tener conto degli oneri finanziari che si pagheranno alle banche.

Il TIR equity, invece, esprime un rendimento nella prospettiva dei futuri azionisti della società-progetto, considerando quindi gli esborsi ai quali essi saranno chiamati per finanziare il progetto, i dividendi che incasseranno nel corso della concessione ed eventualmente il valore di liquidazione finale della società progetto alla scadenza della concessione. Questo indicatore è influenzato dalla struttura finanziaria della società progetto, quindi da quanto debito e da quanto equity sarà impiegato per finanziare il progetto.

E' evidente che più elevati sono i rendimenti (di progetto e sull'equity) migliore è l'attrattiva dello stesso dal punto di vista dei futuri finanziatori (banche e azionisti), non necessariamente dal punto di vista del concedente.

Altri indicatori di rendimento sono di regola proposti, riflesso di sintesi del PEF, ma questi non possono portare a diversi risultati nella valutazione comparativa (VAN-valore attuale netto di progetto e VAN equity).

L'altro profilo della valutazione riguarda la sostenibilità finanziaria del progetto, nella prospettiva degli istituti di credito che saranno chiamati a finanziarlo. In altri termini, il progetto potrebbe essere redditizio, ma presentare un profilo temporale di flussi di cassa non compatibile con le aspettative delle banche di vedere rimborsato il finanziamento erogato e pagati gli interessi ("servizio del debito") secondo i ritmi desiderati.

Per valutare questo aspetto sono calcolati altri indicatori. I più noti sono: ADSCR: Annual Debt Service Cover Ratio; LLCR: Loan Life Cover Ratio. Il primo misura, per ciascun anno del periodo di rimborso del debito, il rapporto fra il flusso di cassa generato dal progetto e disponibile per il servizio del debito (numeratore) e il servizio del debito (denominatore). L'indicatore deve essere stabilmente superiore all'unità; quanto più elevato è l'indicatore, tanto più "bancabile" è il progetto e tanto più appetibile risulta anche per i finanziatori a titolo di equity, che potranno contare su distribuzioni di dividendi. Il secondo misura, per ciascun anno del periodo di rimborso del debito, il rapporto fra il valore attuale di tutti i futuri flussi di cassa generati dal progetto nel corso della vita del finanziamento e disponibili per il servizio del debito (numeratore) e il debito residuo alla data (denominatore).

E' evidente che i progetti in gara e sottoposti a valutazione comparativa promettono sempre rendimenti superiori alle soglie minime di rendimento, sia pure su livelli differenziati, ma soprattutto si presentano pienamente sostenibili in termini finanziari. Sono le ipotesi sottostanti che vanno

verificate rispetto alla loro coerenza e plausibilità, per accertare in che misura l'equilibrio economico-finanziario dipenda ad esempio da rilevanti ricavi da subconcessioni o da contributi ipotizzati a carico dell'Ente, oppure da ipotesi di traffico troppo aggressive.

Pertanto la circostanza secondo la quale tutti i progetti in gara presentano di regola indicatori reddituali e finanziari "positivi" non deve sorprendere. Il PEF è costruito con un processo iterativo: intervenendo sui costi, sulle tariffe, sui volumi di traffico, sulla durata della concessione, sulla struttura finanziaria, sull'entità degli eventuali ricavi da subconcessione, su ipotesi di contribuzione pubblica o della stessa stazione appaltante, etc., si può sempre ottenere una "quadratura". Il PEF asseverato dalla banca e presentato in gara risulterà sempre sostenibile.

Se gli indicatori di rendimento e di sostenibilità finanziaria riflettono essenzialmente la prospettiva di analisi dei potenziali finanziatori del progetto, è però evidente che: a) essi sono di interesse anche per l'Ente appaltante, in quanto l'equilibrio del PEF costituisce la condizione per la finanziabilità dell'opera da parte dei "privati", quindi per il "successo" stesso del project financing; b) come accennato, indicatori anche molto positivi potrebbero derivare da ipotesi quanto meno da verificare; c) il punto di vista degli investitori/finanziatori non è necessariamente coincidente con quello dell'Ente appaltante, nella prospettiva della selezione della proposta economica più vantaggiosa. Anzi vi è un naturale "conflitto" tra gli interessi del potenziale promotore nel sostenere proposte profittevoli (nella prospettiva degli investitori e dei finanziatori) e quelli dell'Ente, che rappresenta gli interessi collettivi.

La valutazione delle tariffe costituisce spesso un profilo a sé stante, rilevante nella valutazione comparativa sotto diversi aspetti: i) sono un ingrediente fondamentale del piano, quindi ne va valutata la plausibilità per dare credibilità al piano stesso; ii) costituiscono un onere per la collettività indistinta, il che per lo più rappresenta una separata componente del "rating" e quindi uno specifico e distinto elemento di valutazione.

Si è già sottolineato che il valore dell'opera (ad esempio, canna unica o doppia) non influenza il giudizio sul valore economico del PEF, che attiene alla finanziabilità dell'opera, quindi alla capacità di attrarre i necessari capitali. L'Ente concedente valuta l'opera rispetto a criteri che ne definiscono la fruibilità per gli utenti, non rispetto ai costi per la realizzazione della stessa. Quindi la canna unica o doppia sono aspetti certamente di interesse per l'Ente, ma non direttamente, ed in quanto tali, nella prospettiva della valutazione di convenienza per l'Ente medesimo. Sotto il profilo economico, la valutazione va infatti effettuata non mediante una comparazione dei valori assoluti, che porterebbe ad affermare semplicemente che alcuni progetti promettono una fornitura di "minor valore". Piuttosto, va effettuata in rapporto ai corrispettivi richiesti per l'opera stessa, nel nostro esempio a carico essenzialmente della collettività sotto forma di tariffa. Suona evidente che a fronte di un'opera meno costosa, soprattutto se come conseguenza di una soluzione di effettivo minor impegno per il concessionario (ad esempio, in virtù della canna unica), il concedente dovrebbe attendersi un corrispettivo comparativamente inferiore, quindi minori tariffe.

Come già ricordato, nella costruzione del piano economico-finanziario il proponente si pone di regola l'obiettivo di rappresentare un progetto in grado di remunerare adeguatamente l'investimento e di attrarre finanziamenti bancari in virtù di una intrinseca capacità di rimborso. Avrà però cura di non far apparire una redditività molto elevata, in quanto ciò alimenterebbe le aspettative dell'Ente di veder accolti interventi sui ricavi attesi volti a ridurre le tariffe o le eventuali contribuzioni pubbliche.

Nella predisposizione del PEF il proponente si posizionerà quindi all'interno di una forchetta che vede: a) un limite inferiore costituito da una redditività, che si rifletta anche su indicatori finanziari, che confermino l'appetibilità del progetto dal punto di vista di investitori e finanziatori; b) un limite superiore costituito da livelli che non lascino troppi spazi alla negoziazione con l'Ente sui profili tariffari. In tal senso, il proponente tenderà a dichiarare anche una redditività che risulti di poco superiore al rendimento minimo accettabile per gli investitori in capitale di rischio.

Come già accennato, per conseguire obiettivi apparentemente configgenti il PEF è opportunamente costruito mediante un processo iterativo, con tentativi successivi fino a raggiungere un buon equilibrio fra le esigenze anche estetiche di presentazione del piano nella prospettiva dell'asseverazione dell'istituto di credito e gli interessi dell'Ente e quindi della collettività degli utenti. Al fine di rendere ancora più convincente l'ipotesi che la redditività offerta dal progetto sia positiva, ma "appena sufficiente", i tassi di rendimento del progetto sono posti a confronto dai singoli proponenti con soglie minime di rendimento che confermeranno tale profilo di sufficienza minima e con dichiarazioni secondo le quali nessun elemento di ricavo (da tariffa, sub-concessioni o contribuzioni pubbliche) potrà essere rivisto in diminuzione, perché ciò comprometterebbe l'equilibrio del piano stesso.

In conclusione, nella prospettiva di analisi economico-finanziaria, la valutazione dell'offerta economica più vantaggiosa deve prescindere dal livello degli indicatori di redditività-sostenibilità finanziaria, i quali costituiscono una condizione di attrattività verso gli investitori e i finanziatori. L'offerta più vantaggiosa è quella che rispetta la suddetta condizione, ma che comporta i minori costi per la collettività (tariffe e/o contribuzione pubblica), in termini assoluti e in termini relativi rispetto alle caratteristiche strutturali e di fruibilità dell'opera.

