

7. Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance: lo sviluppo di un case study

7.1 Il mezzanine finance: cenni introduttivi

Si definisce “debito mezzanino” o “capitale intermedio” (*mezzanine debt* o *intermediate capital*) uno strumento finanziario di posizione intermedia, in termini di rischio e rendimento, fra il capitale di debito (*senior debt*) e il capitale di rischio (*equity*), ovvero un debito contemporaneamente privilegiato rispetto all'*equity* ma subordinato al *senior debt* in sede di rimborso e/o di liquidazione del capitale. Proprio la sua elevata flessibilità nel pagamento degli interessi e nel rimborso del capitale rappresenta la chiave del successo di questo strumento finanziario benché, al contempo, caratterizzato da eccessiva rigidità riguardo la richiesta di garanzie reali (*collaterals*), il rendimento atteso e la presenza di *covenants*, come in seguito specificato.

Il *mezzanine finance* è costituito da due differenti componenti, una di debito e l'altra di capitale di rischio: il “debito subordinato” (*subordinated debt*), ossia il debito base le cui caratteristiche tecniche sono variabili a seconda dell'emissione, e il c.d. *equity kicker*, ovvero una partecipazione percentuale agli utili o al capitale che comporti un beneficio dovuto all'incremento del valore di mercato dell'*equity* (ad esempio, in caso di *warrant* o *call option*).

Con riferimento alla prima delle due componenti, è utile cercare di chiarire cosa si intende per “subordinazione del debito”. Innanzitutto, in caso di insolvenza dell'azienda, i creditori del debito subordinato (denominati creditori *junior*) saranno soddisfatti in via residuale rispetto ai c.d. creditori *senior*. Inoltre, il piano di rimborso del debito subordinato prevede, generalmente, che la restituzione delle quote capitale ai creditori *junior* avvenga solo dopo che il debito *senior* sia stato integralmente rimborsato. Debito *senior* e debito *junior* sono poi entrambi rafforzati dalla presenza di *collaterals* sulle attività dell'impresa finanziata, benché nel debito *junior* tale garanzia assuma un carattere residuale (in conseguenza di ciò denominata *second security*) rispetto a quella del debito *senior*, atteso che nel finanziamento mezzanino il rimborso di quote capitale e interessi è basato essenzialmente sui flussi di cassa attesi dell'impresa finanziata, piuttosto che su eventuali garanzie reali, identificando *de facto* tale strumento come una sorta di *cash flow lending*.

In base a quanto scritto, anche il rendimento del *mezzanine debt* è composto da due distinti elementi: il flusso di interessi del debito subordinato e l'utile in conto capitale connesso all'esercizio dell'opzione *call* o del *warrant* dell'*equity*

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

kicker. Naturalmente, le due componenti di reddito sono fra loro dipendenti: quanto maggiore è la prima tanto minore sarà la seconda, e viceversa, assimilando il finanziamento mezzanino nel primo caso a capitale di debito a costo elevato, nel secondo a capitale di rischio a basso costo.

Inoltre, proprio per la postergazione in precedenza evidenziata, la scadenza dello strumento in esame è, generalmente, superiore a quella del debito *senior*, identificandone la natura di finanziamento a lungo termine; tuttavia, non può essere sottaciuta la circostanza che, di frequente, vi è una rinegoziazione della struttura con possibilità di rimborso anticipato del *mezzanine debt*, pur nella previsione di una penale da corrisondersi per l'estinzione anticipata del finanziamento.

Spesso, infine, sono previsti dei *covenants* quali, ad esempio, il divieto di effettuare operazioni di finanza straordinaria o di pagare dividendi senza la preventiva approvazione dei creditori *junior*, così come l'obbligo di rispettare il vincolo di indebitamento e il vincolo di liquidità. Anche in questo caso, maggiore è la presenza di restrizioni, maggiore sarà l'identificazione del finanziamento mezzanino con il debito *senior*.

Nonostante quest'eccessiva rigidità dello strumento, l'utilizzo del *mezzanine finance* come nuova fonte di capitale comporta indubbi vantaggi per gli attori coinvolti, in quanto consente una maggiore diversificazione delle fonti di finanziamento, una capacità di indebitamento superiore, un finanziamento con rimborso di capitale dilazionato (si parla del c.d. *grace-period*, ovvero la sola liquidazione degli interessi), il miglioramento della performance economico-aziendale poiché, in caso di riassetto aziendale, si avrà la sostituzione di *equity* con *mezzanine debt* e, quindi, una diminuzione del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), cioè un minor costo medio ponderato delle fonti di finanziamento rispetto al capitale di rischio, oltre all'incremento della leva finanziaria e alla deducibilità degli interessi pagati sul debito mezzanino¹.

7.2 Il prestito partecipativo: caratteristiche distintive e funzioni economiche

Immettere nella struttura finanziaria di un PF strumenti ibridi cosiddetti di *semi-equity* del tipo *mezzanine finance* avrebbe come immediato riflesso quello di migliorare il livello dei *cover ratios* richiesti dalle banche finanziatrici e, a parità di condizioni, di accrescere la sostenibilità finanziaria o "bancabilità" del progetto salvaguardando al contempo il tasso interno di rendimento (IRR) per

¹ Per ulteriori approfondimenti sullo strumento del debito mezzanino si vedano, tra gli altri, De Angeli, Rusconi (2008); Orlandi, De Maio (2006); Sironi, Iannotta (2005); Dallochio, Salvi (2004); Bellavite Pellegrini (2003); Albisetti (2000); Monferrà (2000); Sironi (1994a e 1994b). Con riferimento specifico all'utilizzo del finanziamento mezzanino nel PF, si rinvia a Gatti (2005, 2006a, 2006b e 2008); Russo (2007); Merna, Khu (2003); Imperatori (2003); Lamandini (2001); MacRae (1998).

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

gli sponsor. Tale considerazione è approfondita nel presente capitolo, oltre che a livello teorico anche attraverso l'ausilio di una *case study*.

Il *mezzanine finance*, nella forma del prestito partecipativo, rappresenta uno strumento finanziario di debito di media-lunga durata a carattere innovativo² che, per effetto di un processo di differenziazione riflesso nella determinazione di talune clausole operative attinenti la sua scheda tecnica, si colloca, per il finanziatore, in una posizione intermedia in termini di rischio-rendimento, tra un contratto di debito puro a medio-lungo termine e uno strumento di partecipazione al capitale di rischio³.

Il prestito partecipativo, come *liability* "intermedia" tra *debt* ed *equity*, nasce in contesti differenti dal PF. Esso è originariamente concepito come strumento al servizio dello sviluppo delle piccole e medie imprese (a tal fine introdotto in Italia con l'art. 35 della Legge n. 317 del 5 ottobre 1991), caratterizzandosi, dal punto di vista operativo, per il più intenso coinvolgimento della banca finanziatrice, ma anche per la funzione di incentivo nei confronti della proprietà a un maggiore impegno imprenditoriale e patrimoniale.

I fondamenti della funzione economica dei prestiti partecipativi possono essere ricercati nella cosiddetta "Teoria dell'ordine di scelta" o *Pecking Order Theory* di Myers (1984) che, ipotizzando l'esistenza di una gerarchia delle fonti di finanziamento, postula la preferenza delle imprese per le forme di finanziamento di natura interna rispetto a quelle di natura esterna e, nell'ambito di queste ultime, la preferenza verso il finanziamento a titolo di debito piuttosto che verso il capitale di rischio.

I prestiti partecipativi, per la loro specifica natura, si posizionano in una zona intermedia del predetto "ordine di scelta" delle opportunità di finanziamento a disposizione dell'imprenditore: pertanto, proprio da tale posizione "ibrida" rispetto alle preferenze delle imprese potrebbe derivare il maggior *appeal* dello strumento in questione.

² Sul tema dell'innovazione finanziaria si vedano Carretta (1987); Basile (1999); Anderloni (2004). Basile (1999) afferma che "(...) si assiste in modo sistematico a un processo di adattamento e di differenziazione sia dei profili tecnici sia dei profili giuridici degli strumenti finanziari già esistenti e solo raramente a innovazioni di tipo radicale".

³ Sul tema dei prestiti partecipativi si vedano Ruozi, Ferrari (2007); Ruozi, Zara (2003). Forestieri, Iannotta (2003) dimostrano che "Un'analisi su un campione di imprese che hanno deciso di valorizzare la loro funzione finanziaria mediante l'utilizzo di strumenti di finanziamento innovativi di tipo mezzanino ha posto in evidenza che le performance economiche e patrimoniali di tali imprese sono nettamente superiori della media delle imprese rilevata da indagini a carattere nazionale"; Capizzi (2003) mette in luce che: "Una forma tecnica di finanziamento ibrido indubbiamente innovativa è costituita dai prestiti partecipativi, i quali di recente si sono imposti come uno strumento particolarmente adatto a soddisfare bisogni finanziari di quelle imprese che a fronte di programmi di investimento e/o di sviluppo vogliono diversificare le proprie fonti di finanziamento, procedendo a una graduale ricapitalizzazione aziendale"; infine, Shiller (2003) afferma: "Ha poco senso, oggi che la tecnologia dell'informazione è enormemente migliorata, sottoporre i mutuatari a convenzionali tassi d'interesse fissi nominali sui loro debiti. Prestatori come le banche offrirebbero mutui a lungo termine le cui condizioni di rimborso sarebbero collegate a redditi aggregati oppure al reddito specifico dell'individuo o dell'impresa oppure a una combinazione dei due; più alto è il reddito successivo maggiori sono gli interessi che devono essere rimborsati".

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

L'obiettivo fondamentale dell'adozione di strumenti *semi-equity* nel PF si configura, infatti, nel favorire il miglior grado di solidità finanziaria del progetto (*financial strength*) con un effetto di migrazione verso classi più adeguate (ad esempio, da *good* a *strong*) delle valutazioni di merito di credito nel sistema basato sui criteri regolamentari di classificazione (SCA). Al tempo stesso, si renderà indispensabile operare anche sul *security package* a supporto dell'esposizione e, in particolare, sul c.d. *covenant package*.

Rispetto alle garanzie che accompagnano l'operazione, si evidenzia che il prestito partecipativo può essere definito come un'operazione di *non recourse financing*: i finanziatori dovrebbero essere garantiti esclusivamente dai flussi di cassa (*cash flow lending*) e dalle attività direttamente pertinenti al progetto. Di conseguenza, il prestito accorda margini di discrezionalità più ristretti del consueto al mutuatario nell'utilizzo e nel rimborso dei fondi, in relazione alla presenza di *restrictive covenants* che comportano forme di supervisione finanziaria e aumentano l'efficacia del processo di *monitoring*, introducendo nei casi stabiliti la sanzione del recesso dell'intermediario finanziario dal contratto di finanziamento. A guidare – per utilizzare la terminologia della *Agency Theory*⁴ – l'*agent* a ottemperare alla volontà del *principal* (riducendo altresì drasticamente i problemi di asimmetria informativa⁵ e dei costi di agenzia⁶ insiti nel rapporto tra banca e impresa) è la “clausola di partecipazione”, mediante la quale il soggetto promotore si obbliga a eseguire periodici versamenti in conto futuro aumento di capitale nel momento in cui è realizzato il servizio del prestito partecipativo, in modo da irrobustire l'assetto delle fonti di finanziamento della Spv contestualmente alla fisiologica diminuzione del contributo dei mezzi di terzi.

Dunque, tale aspetto distintivo del prestito partecipativo è perfettamente coerente con l'impostazione di fondo alla base dei rapporti tra i diversi attori in un'operazione di PF: con specifico riferimento al prestito partecipativo, si è

⁴ La Teoria dell'agenzia studia la divergenza di interessi tra *principal* (gli azionisti) e *agent* (il management) e la presenza di asimmetria informativa nella suddetta relazione (Jensen, Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama, Jensen, 1983a e 1983b). Secondo Jensen, Meckling (1976) una relazione di agenzia si configura nel momento in cui “one or more persons (the principal) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent”.

⁵ La moderna Teoria delle asimmetrie informative, all'interno delle quali è possibile individuare tre fattispecie (vale a dire, la selezione avversa, l'azzardo morale, il *monitoring*) risale al pionieristico lavoro di Akerlof del 1970, relativo al mercato statunitense delle auto usate (c.d. *lemons*). Per quanto concerne il PF, attraverso l'inserimento di *covenants* nei contratti di finanziamento, lo sponsor della Spv può ottenere una riduzione del tasso di interesse applicato dalla banca.

⁶ I costi di agenzia derivanti dal rapporto tra azionisti e management (c.d. *agency costs of outside equity*) sono definiti da Jensen, Meckling (1976) come la somma di: “1. the monitoring expenditures by the principal, 2. the bonding expenditures by the agent, 3. the residual loss”. Al tempo stesso, esistono costi di agenzia anche nel rapporto fra azionisti e titolari del debito (c.d. *agency costs of debt*), individuati dai due Autori in: “1. the opportunity wealth loss caused by the impact of debt on the investment decisions of the firm, 2. the monitoring and bonding expenditures by the bondholders and the owner-manager (i.e., the firm), 3. the bankruptcy and reorganization costs”. Jensen, Meckling (1976) dimostrano come, all'aumentare della leva finanziaria, gli *agency costs of debt* crescano, al contrario degli *agency costs of outside equity* che, invece, diminuiscono.

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

effettivamente riscontrata in numerose operazioni di PF la previsione di un obbligo per lo sponsor di effettuare *equity injections*, sebbene subordinata al verificarsi di *trigger events*.

Prima di passare allo sviluppo della simulazione, si osserva che il prestito partecipativo, pur collocandosi all'interno del *tertium genus* del c.d. *semi-equity*, presenta caratteri peculiari che lo contraddistinguono dalle tipologie di *mezzanine finance* maggiormente diffuse a livello internazionale e, comunque, fanno sì che esso si collochi, tra i due estremi del *continuum debt-equity*, in una posizione più prossima al finanziamento bancario (*debt*) che non al capitale proprio (*equity*), circostanza, quest'ultima, che contribuisce a mantenere il costo del finanziamento a un livello accettabile per la società⁷. In termini di funzione *rischio-rendimento* risulta intuitivo comprendere che i fattori causali di una simile collocazione del prestito partecipativo sono i seguenti: da un lato, il grado di rischio incorporato nel finanziamento partecipativo è superiore a qualsiasi strumento di debito, giacché parte del rendimento è legato a un parametro d'indicizzazione che dipende dall'esistenza di risultati aziendali positivi; dall'altro, però, la rischiosità è minore rispetto a quella di un investimento azionario, poiché almeno parte della remunerazione è predeterminata dal contratto.

7.3 Le componenti di pricing del prestito partecipativo

La denominazione “partecipativo” relativa a tale tipologia di prestito presenta una duplice valenza semantica, dal momento che deriva dalle seguenti circostanze:

- la remunerazione dei mezzi di terzi non è né fissa né semplicemente variabile in funzione dell'andamento dei tassi di mercato, bensì legata alle performance della SPV in differenti dimensioni della gestione: infatti, per effetto della clausola di partecipazione, la remunerazione della partecipazione del-

⁷ Le motivazioni che spiegano nel PF il frequente ricorso degli sponsor a una combinazione di *equity* e strumenti ibridi per il finanziamento di progetti sono le seguenti:

- il *subordinated debt* consente il pagamento di interessi agli sponsor (creditori *junior*) che, seppur posticipati rispetto alle quote capitale e interesse dei finanziatori (creditori *senior*), sono tuttavia anticipati rispetto all'eventuale pagamento dei dividendi;
- gli stessi interessi pagati sul debito subordinato sono, generalmente, fiscalmente deducibili, a vantaggio degli sponsor;
- infine, soprattutto nelle fasi iniziali della vita del progetto, l'utilizzo di debito subordinato fornito dagli sponsor permette loro di eludere la cosiddetta *dividend trap* (o “trappola dei dividendi”), ovvero l'impossibilità di distribuire dividendi in presenza di ammortamenti accelerati e altre opzioni contabili che riflettono perdite figurative benché i *cash flow* disponibili siano positivi. Tuttavia, come osserva Gatti (2008, 2006a), nonostante il *subordinated debt* permetta di risolvere il problema della “trappola dei dividendi”, non va trascurato l'ulteriore problema del c.d. *negative equity* (o “capitale netto negativo”) che l'utilizzo di debito subordinato potrebbe causare. In altri termini, gli interessi sul debito subordinato rappresentano costi che generano minori utili e/o maggiori perdite, le quali, a loro volta, devono essere coperte con il capitale degli sponsor stessi.

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

l'investitore è dipendente, in tutto oppure solo in parte, dalla variazione positiva in valore assoluto di un parametro legato alla redditività aziendale;

- ai soci della SPV è richiesto di farsi progressivamente carico della tenuta patrimoniale del soggetto finanziato. Tale meccanismo sarà approfondito nel prossimo paragrafo.

Nello specifico, la remunerazione del debito consta di due componenti, il tasso base e lo *spread*:

- a. *tasso base*: si tratta del tasso di mercato vigente al momento dell'accensione del prestito. Appare opportuna la scelta di un tasso fisso, l'IRS (*Interest Rate Swap*), in luogo di uno variabile quale l'Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*), in maniera tale da garantire stabilità al tasso base e concentrare nella seconda componente la variabilità, di modo che quest'ultima risulti correlata esclusivamente con gli eventi gestionali e non risulti distorta da circostanze extra-aziendali;
- b. *spread* o tasso supplementare⁸: rappresenta la componente variabile che, sommata al tasso base per ottenere il tasso applicabile per ognuno degli esercizi, è funzione di due aspetti della gestione della SPV:
 - *efficienza operativa*: tale legame si concreta nell'associare, per ogni esercizio, ai valori del ROS (*Return on Sales* o indice di redditività operativa delle vendite, ovvero il rapporto tra reddito operativo e fatturato) fatti registrare nell'esercizio precedente, un valore in termini di punti base. Il ROS misura unicamente l'attività tipica dell'azienda: non si determina, infatti, la redditività aziendale con riferimento al complessivo risultato economico d'esercizio, che deriva anche dalla gestione finanziaria, straordinaria e accessoria, ma si rapporta la remunerazione del prestito partecipativo esclusivamente a quella che è la redditività derivante dal processo economico di gestione caratteristica dell'azienda finanziata. La motivazione economica di questa soluzione risiede nell'opportunità, per le parti, di concentrare il drenaggio di liquidità, che la remunerazione dei mezzi di terzi inevitabilmente comporta, in un momento favorevole per l'impresa, segnalato da una elevata redditività delle vendite, e di alleggerire l'onere finanziario nel caso e nella misura in cui si manifestassero potenziali tensioni di liquidità, di cui un ROS contenuto è spesso sintomatico. Al tempo stesso, rileva sottolineare come l'impresa finanziata possa agire a livello contabile, mediante politiche di bilancio poco ortodosse e

⁸ Per una disamina delle modalità alternative di determinazione della componente variabile della remunerazione del prestito partecipativo e dei parametri economico-finanziari a essa sottostanti, si rinvia a Marchetti (2000) in cui l'Autore, dopo aver presentato le sei principali metodologie di calcolo utilizzate a tale scopo dalle banche italiane (ovvero, il metodo dei *pre tax earnings*, quello del *Return on Equity* (ROE), il metodo dell'utile netto, quello del rapporto *cash flow*/patrimonio netto, il metodo del valore della produzione e quello del valore economico) e rilevato i limiti presenti in ciascuna di esse, giunge alla formulazione di una proposta metodologica di sintesi in merito alla determinazione del tasso supplementare applicato al prestito partecipativo. Nella simulazione condotta nel prosieguo si applica, per l'appunto, la suddetta metodologia di calcolo proposta dall'Autore, definibile quale "metodo della matrice ROS-PN/CI".

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

comportamenti elusivi dei meccanismi di remunerazione dei prestiti partecipativi, per contenere la redditività operativa e, di conseguenza, il tasso d'interesse applicato a tale tipologia di prestiti. In tali casi, pertanto, le banche potrebbero ridurre il rischio di elusione dei risultati economici attraverso l'inserimento nel contratto creditizio di clausole (*restrictive covenants*) che richiedano all'impresa finanziata l'adempimento di taluni comportamenti;

- *solidità patrimoniale o autonomia finanziaria*: la parametrizzazione del tasso applicato alle risultanze dell'attività dell'impresa si estende all'aspetto strutturale, rappresentato, nel caso di specie, dalla capitalizzazione relativa (vale a dire, dal rapporto fra il patrimonio netto e il totale delle fonti di finanziamento o del capitale complessivamente investito in azienda, ovvero PN/Ci) della SpV al termine dell'esercizio precedente quello per cui il tasso è calcolato. Tale indice, conosciuto dalla dottrina economico-aziendale quale "quoziente di autonomia finanziaria", esprime il peso percentuale assunto dai mezzi propri rispetto al complesso delle risorse di capitale investite nel processo economico aziendale alla chiusura di un dato periodo amministrativo. Il rapporto è indicativo della solidità patrimoniale di cui può godere l'impresa finanziata. Alla presenza di valori prossimi all'unità, tale quoziente indica una struttura finanziaria fortemente capitalizzata, tanto da permettere alla banca, a incrementi di valore del rapporto considerato, l'eventuale applicazione di un tasso di interesse più contenuto per effetto della riduzione del premio per il rischio in corrispondenza a un più limitato rischio di credito sopportato dall'intermediario.

La metodologia adottata (metodo della matrice ROS-PN/Ci) richiede, quindi, che il tasso di remunerazione variabile sia determinato in funzione della combinazione tra il livello dell'indice di redditività delle vendite (ROS) e il livello del quoziente di autonomia finanziaria (PN/Ci), secondo una griglia di incremento dello *spread* condizionato da livelli di redditività e di capitalizzazione crescenti, come evidenziato nella tabella 1.

È opportuno precisare che lo *spread* applicato dovrà variare tra un *plancher* e un *plafond*: il *plancher* rappresenta la remunerazione minima che può coincidere con la componente c.d. fissa se la redditività risulta inferiore a zero oppu-

Tabella 1 - L'integrazione del tasso base dei prestiti partecipativi: un esempio

PN/Ci (%)	Ros (%)						
	< 0	0 - 5	5 - 7,5	7,5 - 10	10 - 12,5	12,5 - 15	> 15
> 25	0,00%	1,40%	1,65%	1,90%	1,90%	1,90%	1,90%
25 - 30	0,00%	1,15%	1,40%	1,65%	1,90%	1,90%	1,90%
30 - 35	0,00%	0,90%	1,15%	1,40%	1,65%	1,90%	1,90%
35 - 40	0,00%	0,90%	0,90%	1,15%	1,40%	1,65%	1,90%
> 40	0,00%	0,90%	0,90%	0,90%	1,15%	1,40%	1,90%

Fonte: elaborazione dell'Autore.

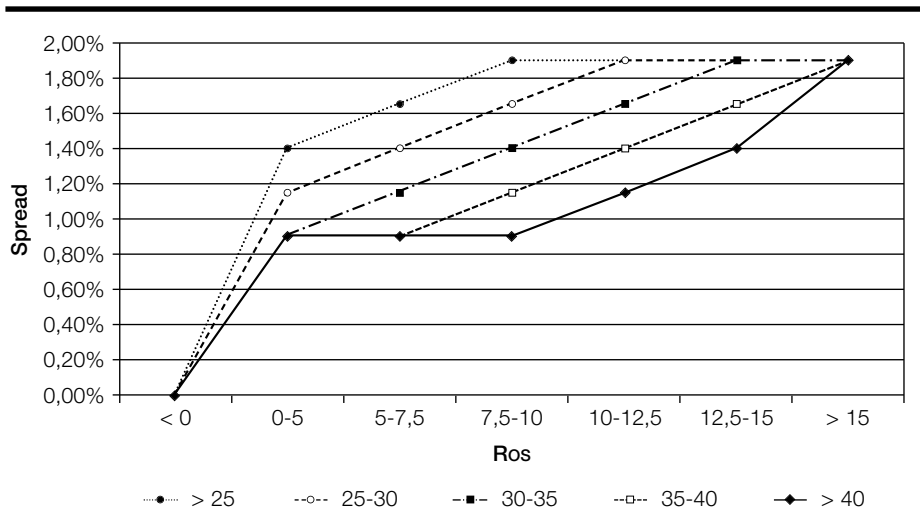
Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

re con la maggiorazione minima del tasso fisso per il primo intervallo di redditività con estremo inferiore maggiore o uguale a zero; il *plafond* rappresenta, invece, la maggiorazione massima del tasso base. I valori del tasso base e della griglia di determinazione della quota del tasso di redditività dipendono dalla composizione del *trade-off* esistente tra le contrapposte esigenze dell'impresa e dell'intermediario finanziario, che possono essere risolte con riferimento alla forza contrattuale delle parti, ai rischi stimati e alle attese di mercato.

A titolo di esempio, nella figura 1 si propone una scala di applicazione dell'integrazione (*spread*) del tasso base dei prestiti partecipativi: sono stati determinati gli intervalli del ROS, con estremo inferiore minore allo zero ed estremo superiore maggiore o uguale al 15%, a ciascuno dei quali corrisponde uno *spread* crescente, in funzione del principio partecipativo del prestito; quindi, a tassi di redditività operativa crescente sono commisurati tassi di interesse sul prestito partecipativo crescenti.

Oltretutto, la tabella 1 evidenzia un secondo parametro, rappresentato dal livello di capitalizzazione aziendale, al fine di considerare strutture finanziarie che presentano livelli di capitalizzazione differenti. La finalità dell'inserimento di una variabile incidente sulla qualità del capitale investito nell'azienda è atta a garantire un trattamento di *spread* diverso tra imprese che, a parità di redditività, si presentano capitalizzate in diversa misura. In altre parole, l'aumento del rapporto di capitalizzazione si riflette per la banca in una riduzione del livello del rischio di credito dell'operazione di finanziamento, il che produce, di conseguenza, una riduzione dell'incremento dello *spread* del tasso di interesse. È agevole considerare che il livello di determinazione dello *spread* sia funzione della com-

Figura 1 – Lo spread dei prestiti partecipativi in relazione al ROS e al PN/Ci: una scala di applicazione



Fonte: elaborazione dell'Autore.

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

binazione tra la misura raggiunta dalla redditività e dalla capitalizzazione *pro-tempore* considerata, tenuto presente che sono stati, comunque, fissati *spread* non inferiori allo zero e non superiori all'1,90%, rispettivamente in caso di ROS negativo e di ROS superiore o uguale al 15%. La concessione di un prestito partecipativo consente, dunque, all'intermediario finanziario di partecipare alle punte di redditività tipiche delle fasi di favorevole andamento della gestione aziendale, senza con ciò assumere il ruolo e il livello di rischio propri dell'azionista. Inoltre, a fronte di un livello minimo di guadagno stabilito in sede contrattuale, nel caso di un significativo apprezzamento della redditività dell'impresa finanziata, l'utile per la banca potrebbe raggiungere livelli particolarmente rilevanti.

7.4 Il servizio del debito

Il meccanismo di servizio del debito rappresenta l'altro fondamentale elemento di qualificazione della struttura tecnica del prestito partecipativo: infatti, il rimborso delle quote capitale è effettuato con il ricorso a risorse finanziarie che i soci si impegnano a mettere a disposizione della società partecipata (Srl o Spa) attraverso appositi versamenti in conto futuro aumento di capitale sociale⁹.

Le clausole contenute nei contratti di finanziamento partecipativo contemplano, di norma, l'obbligo di rimborso del capitale finanziato primariamente in capo ai soci e, in via subordinata, in capo alla società, sulla quale, viceversa, gravano in via esclusiva gli oneri relativi alla corresponsione dell'interesse sul capitale finanziato. Lo schema tipico del prestito partecipativo, adottato nei contratti di finanziamento, prevede la possibilità di "capitalizzare" il debito, convertendolo in capitale sociale, alla scadenza delle singole rate di ammortamento del

⁹ "L'aumento del capitale può essere effettuato in due modi: mediante un incremento dei conferimenti iniziali oppure mediante l'incremento della posta 'capitale' e contestuale riduzione delle altre voci di patrimonio netto. I versamenti in conto futuro aumento di capitale o versamenti in conto capitale sono diretti a mettere a disposizione della società nuovi mezzi sottoforma di capitale di rischio, con la preclusione, per il socio, di chiedere la restituzione di somme entrate, per tale via, definitivamente nel patrimonio della società, se non dopo lo scioglimento della società e una volta soddisfatti tutti i creditori. Per quanto concerne i versamenti finalizzati a costituire patrimonio di rischio, si è operato un distinguo tra quelli a fondo perduto, quelli in esecuzione di un aumento di capitale già deliberato ma non ancora omologato e quelli in conto futuro aumento di capitale sociale. Il fondamento causale dei versamenti in conto futuro aumento di capitale deve essere individuato in un contratto atipico con il quale il socio effettua anticipatamente in favore della società la prestazione oggetto del futuro ed eventuale contratto di sottoscrizione del capitale. È da sottolineare che la legge vuole che la stipulazione di detto contratto spetti all'Assemblea, salva l'ipotesi in cui agli amministratori sia stata delegata la facoltà di aumentare il capitale ex art. 2443 c.c. La proposta di sottoscrizione del capitale a pagamento potrebbe essere fatta da un unico socio, da più soci o dalla totalità della compagine sociale. Potrebbe avere un contenuto minimo, la semplice indicazione della somma che s'intende conferire, o, viceversa, potrebbe contenere la previsione dell'importo totale dell'aumento da deliberare, dell'eventuale scindibilità dello stesso, l'indicazione del termine per l'accettazione della proposta da realizzarsi con deliberazione assembleare, il numero delle azioni che ciascun socio proponente potrebbe sottoscrivere in base al diritto di opzione ed eventualmente la dichiarazione del diritto di prelazione sui titoli non optati dagli altri soci" (Busi, 1999).

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

prestito o, successivamente, al termine della procedura di rimborso del prestito¹⁰.

La sostanziale previsione di una conversione futura del prestito partecipativo in mezzi propri implica conseguentemente un alleggerimento del passivo di bilancio derivante dai mezzi di terzi. Vieppiù, è possibile affermare che il prestito partecipativo realizza uno spostamento soggettivo nella titolarità del debito, poiché la controparte sostanziale del finanziatore non è la società, bensì i singoli soci. Si attua, pertanto, un'inversione nelle logiche di finanziamento del capitale di debito, caratterizzate, sovente, da relazioni contrattuali in cui la società finanziata assume il ruolo di debitore principale, mentre i soci garantiscono l'onorabilità delle posizioni di debito aziendali, quali terzi datori di garanzia.

Da un punto di vista giuridico, affinché la società si doti dei mezzi finanziari necessari a effettuare il pagamento delle rate in linea capitale alle scadenze stabilite, è necessaria una delibera assembleare, da adottare in seduta ordinaria, al fine di prevedere la copertura del prestito partecipativo con versamenti in conto futuro aumento di capitale sociale, formalizzando, inoltre, l'impegno assunto da ciascun socio nel rimborso del prestito partecipativo attraverso contratti parasociali di conferimento, che potranno concludersi anche con atti di impegno separati. La società si dota, in tal modo, dei mezzi finanziari necessari a effettuare il pagamento delle rate in linea capitale alle scadenze prestabilite; il finanziamento è, infatti, inscindibilmente connesso con l'operazione di aumento del capitale sociale, da realizzare al termine dell'ammortamento dell'operazione di finanziamento.

Non dovrebbe costituire, poi, *condicio sine qua non* l'unanimità nella delibera di previsione del finanziamento con ricorso alla formula del prestito partecipativo, poiché l'operazione appare fattibile, anche, allorquando l'impegno al rimborso del capitale finanziato sia assunto solo da alcuni soci. Eventuali inconvenienti potrebbero, viceversa, sorgere al momento della conversione dei versamenti in conto futuro aumento di capitale in capitale sociale, quando gli stessi versamenti sono stati effettuati non proporzionalmente alle quote o azioni possedute da ogni singolo socio. Si ritiene, però, posto che una tale operazione dovrà, comunque, essere oggetto di delibera dell'assemblea in seduta straordinaria, che sarà la stessa adunanza a deliberare tenendo conto del rispetto dei rapporti proporzionali preesistenti fra i soci, al fine di mantenere inalterata la compagine sociale e garantire la tutela di coloro che, al momento della stipula-

¹⁰“(…) nel 1962 cadendo il decennale di Fondazione del Mediocredito Lombardo, il prof. Dell'Amore mi chiese di scrivere una breve monografia, che si compendì nella prima edizione dell'*Economia del credito a medio termine*. La mia tesi principale fu: il credito finanziario, a medio e lungo termine, rappresenta per le imprese una soluzione temporanea, sia pure non di corto periodo. O è rinnovato per via mediata, o, meglio, è sostituito da mezzi di diretta pertinenza, anche con processi graduali di autofinanziamento. La seconda tesi correlata fu: quanto più gli investimenti durevoli d'impresa sono finanziati con mezzi propri tanto più la generazione di cassa, derivante dall'attività gestionale, consente una capacità di auto-espansione produttiva. Non so bene se queste mie idee abbiano avuto fortuna al di fuori delle aule universitarie, ma posso garantire che, se applicate a casi concreti, si sono dimostrate valide e hanno suggerito utili scelte di programmazione finanziaria d'azienda” (Bianchi, 2007).

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

zione del contratto di prestito partecipativo, non avevano assunto l'impegno al rimborso dello stesso. Si rammenta che nel contratto, quale *covenant*, si potrà prevedere che l'impresa finanziata si impegni a produrre all'intermediario finanziario, entro il termine di 15 giorni successivi al pagamento di ogni rata, un estratto autentico del libro giornale comprovante l'avvenuto versamento dei soci in conto futuro aumento di capitale sociale.

In concreto, la procedura di rimborso prevede le seguenti fasi ordinate in modo cronologico:

1. l'assemblea ordinaria dei soci della società (Srl o Spa) delibera, secondo le maggioranze prescritte, l'effettuazione dei versamenti in conto futuro aumento di capitale sociale per un importo equivalente al finanziamento richiesto, con l'esplicita previsione della cadenza con la quale i soci dovranno provvedere a effettuare i versamenti in conto capitale presso le casse sociali, in coincidenza al rimborso della quota capitale di ogni singola rata di ammortamento del prestito;
2. i soci eseguono a ogni singola scadenza i versamenti in conto capitale per quote pari alle rate da rimborsare;
3. la società con le disponibilità liquide ottenute dai soci effettua il pagamento della quota capitale del prestito da rimborsare;
4. alla scadenza delle singole rate di ammortamento o, successivamente, quando il rimborso del prestito è completato, a seconda della previsione contenuta nella precedente delibera di assemblea ordinaria, la società provvede a effettuare il passaggio a capitale sociale delle somme relative al totale dei versamenti in conto capitale, con conseguente aumento del valore nominale dello stesso, attraverso o l'emissione di nuove azioni o l'incremento del valore nominale delle azioni già in circolazione, nell'ipotesi di impegno assunto dai tutti i soci proporzionalmente alle quote di capitale posseduto, oppure nel caso di società a responsabilità limitata attraverso l'aumento delle quote sociali. Tale ultima fase dovrà essere preceduta da una delibera dell'assemblea in seduta straordinaria, la quale autorizza il passaggio a capitale sociale delle somme versate in conto futuro aumento di capitale; delibera che dovrà essere adottata con gli accorgimenti descritti in precedenza.

Alla conclusione dell'operazione di finanziamento partecipativo, la società realizza un effettivo incremento dei mezzi propri a disposizione, poiché l'iniziale operazione di finanziamento con il ricorso a capitale di terzi ha dato luogo, nel tempo, a un'operazione d'incremento dei mezzi patrimoniali propri dell'azienda.

7.5 L'impatto del prestito partecipativo sulla struttura finanziaria d'impresa

Questo paragrafo è dedicato all'analisi del ruolo svolto dai prestiti partecipativi nell'ambito del processo di determinazione della struttura finanziaria ottimale dell'impresa, ai fini della creazione del valore economico-aziendale. Il prestito partecipativo dovrebbe *de facto* trovare adeguata sistemazione nell'alveo

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

delle possibili fonti di finanziamento a struttura perfettamente definita, che hanno la finalità di coprire la componente rigida del fabbisogno finanziario, in linea con l'obiettivo primario di ottimizzare il costo e contenere il rischio della struttura d'indebitamento dell'impresa.

Gli investitori, a parità di tasso di indebitamento dei prenditori di risorse, potrebbero ritenere meno rischiosa una struttura finanziaria in grado di modificare il proprio costo in relazione ai risultati operativi, in quanto ciò ridurrebbe il rischio di dissesto.

L'utilizzo del prestito partecipativo, pertanto, è utile all'impresa al fine di migliorare la propria struttura finanziaria e il relativo onere grazie alla possibilità sia di incrementare *ex-post* il capitale proprio, sia di correlare il costo del capitale di terzi alla redditività aziendale, per effetto del tipico meccanismo di remunerazione.

In particolare, esiste indubbiamente una relazione tra il costo del capitale, comprensivo della remunerazione di un finanziamento partecipativo, e il valore aziendale.

Difatti, il ricorso al prestito partecipativo riduce il costo medio ponderato del capitale (WACC), contenendo la volatilità dei risultati reddituali e dei flussi di cassa attesi. A un minore risultato operativo della società finanziata corrisponde, quindi, un minore costo del finanziamento e, di conseguenza, a parità di condizioni, una maggiore stabilità del reddito netto e del *cash flow* aziendale. Inoltre, la stessa solvibilità aziendale beneficia del minor costo dell'indebitamento, in quanto l'incremento dei flussi di cassa attesi, derivante da un minor esborso monetario per la remunerazione del capitale preso a prestito, si riflette favorevolmente sul c.d. "indice di autonomia finanziaria" dell'azienda e, quindi, sulla capacità aziendale di far fronte agli impegni di breve termine.

È possibile affermare che il costo medio del capitale investito in azienda (WACC) risulta influenzato da due componenti di costo:

- il costo del capitale proprio, che esprime la remunerazione da riconoscere a coloro che hanno vincolato le proprie disponibilità in azienda a titolo di pieno rischio;
- il costo del capitale di credito, che esprime la remunerazione spettante a coloro che hanno finanziato l'azienda con vincolo di credito.

Una volta stimato il costo di ogni singola fonte, è possibile determinare il costo medio ponderato del capitale aziendale, tenendo conto del differente peso delle diverse fonti di finanziamento. Questo calcolo serve a determinare il c.d. "costo-opportunità del capitale", ovvero il rendimento minimo atteso al di sotto del quale nessun capitale sarebbe vincolato a quell'impresa. Da qui, si perviene alla definizione di struttura finanziaria ottimale in termini di "valore", quale l'insieme dei finanziamenti ricorrendo ai quali si massimizza il valore degli investimenti attuati, ossia il valore attuale dei flussi di cassa generati dagli investimenti stessi, espresso in formule:

$$V = \frac{F}{WACC} \quad (1)$$

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

dove F rappresenta i flussi di cassa attesi degli investimenti finanziati ricorrendo a un'ipotizzata struttura finanziaria; $WACC$ è il costo medio del capitale investito che risulta, a sua volta, dalla seguente formula:

$$WACC = [D/I \times r(d) \times (1 - t)] + [E/I \times r(e)] \quad (2)$$

in cui:

- D è il capitale di debito (*debt*);
- E corrisponde ai mezzi propri (*equity*) investiti nell'impresa;
- I è il capitale investito;
- $[r(d) \times (1 - t)]$ rappresenta il tasso di interesse del capitale investito con vincolo di credito al netto del vantaggio fiscale con aliquota t ;
- $r(e)$ è il tasso di rendimento del capitale investito a titolo di pieno rischio.

Dalle formule (1) e (2) deriva che, al diminuire del costo medio ponderato del capitale ($WACC$) corrisponde un incremento del valore attuale dei flussi di cassa attesi (V). Quanto sin qui sviluppato ricorrendo al modello valutativo di natura finanziaria induce alla considerazione che, data una struttura finanziaria caratterizzata da un determinato grado di indebitamento, il valore economico-aziendale tenderà a crescere al diminuire del costo medio del capitale investito. Si può, pertanto, sostenere che una struttura finanziaria in cui sono presenti, oltre alle classiche fonti di finanziamento rappresentate dal capitale di rischio e di credito, anche i prestiti partecipativi, consentirà all'impresa di contenere il costo del capitale e, in particolare, gli oneri finanziari delle fonti di finanziamento a titolo di debito, nell'ipotesi che la remunerazione del prestito partecipativo si mantenga su livelli inferiori al costo medio del capitale di debito.

L'impatto del finanziamento partecipativo sul valore economico-aziendale può essere verificato anche attraverso il confronto *ex-post* fra il costo medio ponderato del capitale investito ($WACC$) e il tasso di remunerazione del capitale investito (*Return on Investment* - ROI). Ad esempio, nell'ipotesi in cui il tasso di remunerazione del capitale investito nella gestione caratteristica di impresa sia superiore al costo medio del capitale investito ($ROI > WACC$), si avrebbe un incremento del valore economico-aziendale, poiché il rendimento derivante dal processo caratteristico di impresa assumerebbe un valore tale non solo da coprire il costo delle risorse finanziarie necessarie alla gestione ordinaria, ma anche di remunerare il livello di rischio connesso all'attività aziendale. Viceversa, qualora il rendimento fosse inferiore al costo medio del capitale ($ROI < WACC$), la redditività operativa non sarebbe in grado di remunerare il capitale investito, provocando un decremento del valore economico-aziendale, in quanto gli stessi flussi di cassa attesi (F) e il loro valore attuale (V) si ridurrebbero per effetto di un peggioramento nel livello di redditività operativa.

L'adozione di strumenti di prestito partecipativo nel finanziamento dell'attività aziendale contribuisce ad accrescere in maggiore misura, rispetto alle tradizionali forme di indebitamento, la redditività del capitale proprio, misurata dal

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

ROE (*Return on Equity*). Ciò è dimostrabile analizzando le componenti dell'indice di redditività del capitale proprio, ossia:

$$ROE = (RO/CI \times CI/PN \times RN/RO) = RN/PN \quad (3)$$

dove:

- RO/CI rappresenta il quoziente di redditività operativa, dato dal rapporto tra reddito operativo e capitale investito ed espresso dal ROI, come prima definito;
- CI/PN rappresenta il grado di indebitamento, dato dal rapporto tra il capitale investito e il patrimonio netto;
- RN/RO rappresenta l'indice di incidenza del reddito netto globale sul risultato operativo di gestione ed è espressivo della leva finanziaria.

È noto che l'effetto *leverage* comporta un incremento della redditività del capitale proprio (ROE) all'aumentare del ROI, in presenza di determinati livelli di indebitamento e di un dato livello del costo del capitale di credito. Nell'ipotesi di risorse finanziarie attinte attraverso il ricorso al finanziamento partecipativo, quindi, si ha un miglioramento della misura del ROE per effetto di un incremento del rapporto tra capitale investito e mezzi propri (CI/PN) e un miglioramento nel rapporto tra reddito netto e risultato operativo (RN/RO), derivante dalla minore incidenza degli oneri finanziari. In definitiva, applicando il concetto di creazione di valore a una struttura finanziaria che prevede il ricorso al prestito partecipativo, si fa rilevare che esso potrà consentire all'azionista di attualizzare i redditi netti/flussi attesi a un tasso k inferiore rispetto all'ipotesi di finanziamento attraverso tradizionali strumenti di debito a tasso fisso, in quanto a un minor risultato operativo della società finanziata corrisponderà un minore costo del finanziamento e, quindi, a parità di condizioni, un maggior livello del reddito netto e un conseguente incremento del *cash flow*.

7.6 Il prestito partecipativo in chiave di up grading nel Supervisory Slotting Criteria Approach: un case study

Il *case study* affrontato nel presente paragrafo ha riguardato il caso della realizzazione e gestione di un parcheggio nel rispetto delle seguenti ipotesi preliminari:

- costruzione di un parcheggio con annesso punto ristoro a ridosso del centro di una città italiana di medie dimensioni;
- concessione trentennale alla società che ne ha curato la realizzazione;
- devoluzione gratuita al termine della concessione;
- investimento complessivo pari a 6.000.000 di euro (in 3 anni);
- lo sponsor coordina il progetto e conferisce alla SPV capitale proprio per 0,6 milioni di euro;
- la banca fornisce risorse in forma di mutuo ordinario e prestito partecipativo per complessivi 5,4 milioni di euro;

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

- l'importo complessivo del mutuo ordinario è pari a 2,7 milioni di euro, il tasso applicato è pari al 7,00% annuo¹¹, c'è un pre-ammortamento nella fase di costruzione (3 anni), la durata del mutuo è di 20 anni, si applica un piano di ammortamento con quote costanti (ossia, il c.d. "metodo italiano");
- l'importo complessivo del prestito partecipativo è pari a 2,7 milioni di euro, così come le modalità e le tempistiche di utilizzo e restituzione sono analoghe a quelle del prestito ordinario; tuttavia, il prestito partecipativo si differenzia da quello ordinario in relazione a due aspetti fondamentali: il tasso applicato e l'obbligo di ricapitalizzazione, come sarà meglio chiarito nel prosieguo.

Inoltre, si è ipotizzato un piano degli investimenti come da tabella 2 e *assumptions* operative come schematizzate nella tabella 3.

Tabella 2 - Il piano degli investimenti: una simulazione

	2008	2009	2010	2008-2010
Struttura principale	1.476.000	1.574.400	1.869.600	4.920.000
Strutture di servizio	68.400	144.000	147.600	360.000
Spese gen. e prog.	168.000	147.000	105.000	420.000
Espropri	78.000	42.000	0	120.000
Fees (consulenze)	126.000	45.000	9.000	180.000
Totale (€)	1.916.400	1.952.400	2.131.200	6.000.000

Fonte: elaborazione dell'Autore.

Tabella 3 - Le *assumptions* operative sul parcheggio e sul punto di ristoro: una simulazione

Parcheggio	
Superficie utilizzabile (mq.)	20.000
N. parcheggi	670
Ricavo annuo teorico per parcheggio (€)	4.380
Livello di saturazione medio	35%
Ricavo annuo medio atteso per parcheggio (€)	1.533
Ricavo annuo medio atteso totale (€)	1.027.110
Adeguamento annuo tariffe	2%
Costi operativi monetari (escluso personale) (€)	92.440
Costo personale addetto parcheggio (€)	183.400
Aumento annuo atteso costi monetari	1%
Punto ristoro	
N. coperti	70
Ricavo annuo teorico per coperto (€)	35.040
Livello di saturazione medio	30%
Ricavo annuo medio atteso per coperto (€)	10.512
Ricavo annuo medio atteso totale (€)	735.840
Aumento annuo atteso ricavi	3%
Costi operativi monetari (escluso personale) (€)	468.581
Costo personale addetto ristorazione (€)	125.632
Aumento annuo atteso costi monetari	2%

Fonte: elaborazione dell'Autore.

¹¹ Il *pricing* del mutuo si suppone pari all'Irs a 20 anni (4,75%) maggiorato di uno *spread* del 2,25%.

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

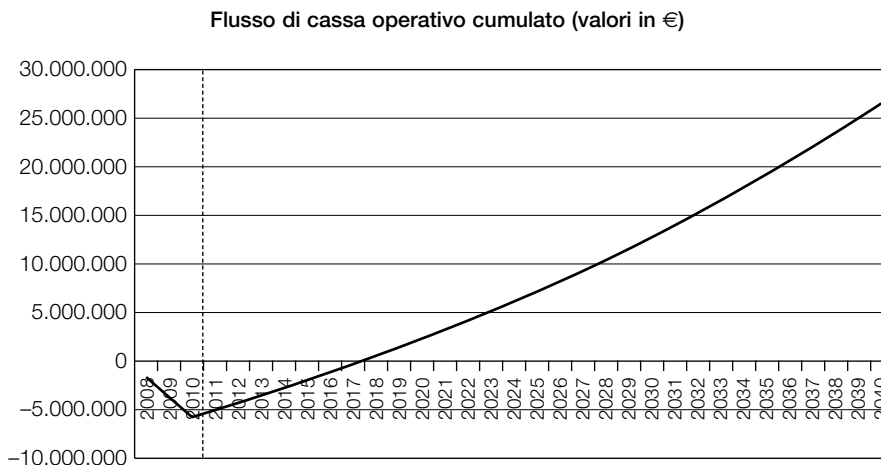
Infine, si è supposto che l'evoluzione della gestione nel tempo segua quanto esposto nel rendiconto finanziario rappresentato nella tabella 4 e che i *cash flow* operativi cumulati seguano l'andamento rappresentato nella figura 2.

Sulla base di quanto innanzi esposto e con riferimento specifico alla simulazione condotta, al tasso base (Irs a 20 anni) maggiorato, in un dato esercizio, di uno *spread* legato al ROS dell'esercizio precedente (secondo quanto indicato nella tabella 5) viene, per ciascun esercizio, sottratto algebricamente l'1% della differenza tra il valore assunto dal rapporto PN/Ci al termine dell'esercizio precedente e il valore standard di tale quoziente, individuato in 0,50 (pari a un *debt-to-equity ratio* di 1).

Si tratta di una mera "correzione", dal momento che, per come il tasso è calcolato, l'impatto massimo della componente legata alla capitalizzazione relativa è limitato a qualche decina di punti base. Nondimeno, essa crea un incentivo per la SPV a non elevare il *leverage* (ad esempio, accendendo ulteriori mutui¹²), e con esso il livello di rischio finanziario del progetto, contribuendo in tal modo ad allineare il suo interesse con quello delle banche finanziatrici.

La modularità del tasso, ovvero la separabilità del peculiare meccanismo di calcolo della remunerazione dei *debt-holders* dalla clausola di capitalizzazione, lo rende sufficientemente flessibile da consentirne l'impiego in strutture differenti, a fronte di differenti esigenze. Ad esempio, qualora le banche finanziatrici non ritenessero conveniente sopportare il rischio di variabilità della remunera-

Figura 2 – L'andamento dei flussi di cassa operativi (Fco) cumulati: una simulazione



Fonte: elaborazione dell'Autore.

¹² Ciò comporta un ulteriore miglioramento della solidità del *covenant package*, secondo quanto indicato dal Comitato di Basilea nei *Supervisory Slotting Criteria* stabiliti per le PF exposures.

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

Tabella 4 - Il rendiconto finanziario: una simulazione (valori in euro)

	2010	2011	2015	2020	2025	2030	2040
+ Produzione	2.131.200	1.762.950	1.939.971	2.187.596	2.468.274	2.786.605	3.558.043
- Costi operativi monetari	1.842.892	870.053	905.381	951.564	1.000.104	1.051.119	1.161.089
- Imposte per cassa	27.214	33.124	211.438	308.512	420.256	548.086	798.554
= Flusso di circolante della gestione corrente	261.094	859.773	823.152	927.520	1.047.914	1.187.400	1.598.400
- Variazione dei crediti commerciali	0	8.815	230	260	295	335	431
+ Variazione dei debiti commerciali	-262.418	-64.313	-5.433	304	319	336	371
- Investimenti netti in immobilizzazioni	2.131.200	0	0	0	0	0	0
- Utilizzi netti del fondo TFR	0	27.389	24.616	24.048	24.677	25.740	28.345
= Flusso di cassa della gestione operativa	-2.132.524	759.257	792.873	903.515	1.023.261	1.161.661	1.569.994
- Oneri finanziari	215.226	312.084	260.882	187.813	104.201	10.683	0
+ Prelievo finanziamenti	2.450.000	0	0	0	0	0	0
- Rimborso finanziamenti	0	270.000	270.000	270.000	270.000	270.000	0
+ Versamenti equity	0	135.000	135.000	135.000	135.000	135.000	0
= Flusso di cassa disponibile	102.250	312.174	396.991	580.702	784.060	1.015.978	1.569.994
Accantonamento netto a reserve accounts	102.250	312.174	125.771	125.433	133.185	141.361	274.694
Dividendi agli sponsors	0	0	271.220	455.269	650.875	874.617	1.295.300

Fonte: elaborazione dell'Autore.

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

Tabella 5 - Lo spread applicato sulla base dei livelli del Ros

Livello del Ros (%)	0 - 30	30 - 35	35 - 40	40 - 45	> 45
Spread applicato (basis points)	0	50	120	320	420

Fonte: elaborazione dell'Autore.

razione connesso all'andamento della redditività delle vendite, potrebbero comunque utilizzare il meccanismo di capitalizzazione progressiva al fine di garantirsi un controllo sulla solidità patrimoniale della Spv. In questo caso, il soggetto finanziato sarebbe legittimato a richiedere un costo del debito partecipativo più contenuto, essendo venuta meno una componente di rischio a carico dei finanziatori.

Nondimeno, la proposta metodologia di calcolo del tasso è sinergica alla clausola di capitalizzazione nell'ottimizzare i comportamenti delle parti, ragion per cui è consigliabile, ove possibile, l'applicazione integrale dello strumento così come sopra descritto. Lo *spread* rappresenta una sorta di *financial covenant* implicito, la sanzione per la mancata conformità al quale non viene avviata mediante procedure giudiziarie, ma è automaticamente attivata nella forma di un inasprimento delle condizioni di costo del finanziamento.

Come osserva Bazzana (2007a), nei finanziamenti partecipativi vengono inseriti *covenants* che comportano una modifica annuale dello *spread* al variare dei valori assunti da due indicatori di bilancio, generalmente uno di redditività e l'altro di struttura patrimoniale. "Il *range* di oscillazione dello *spread* è fissato a priori nel contratto di finanziamento, in modo che a migliori indici di bilancio corrisponda uno *spread* più elevato rispetto a quello di partenza, e viceversa" (Bazzana, 2007a).

In formule, quindi, il tasso di interesse complessivamente applicato sul prestito partecipativo risulta essere pari a:

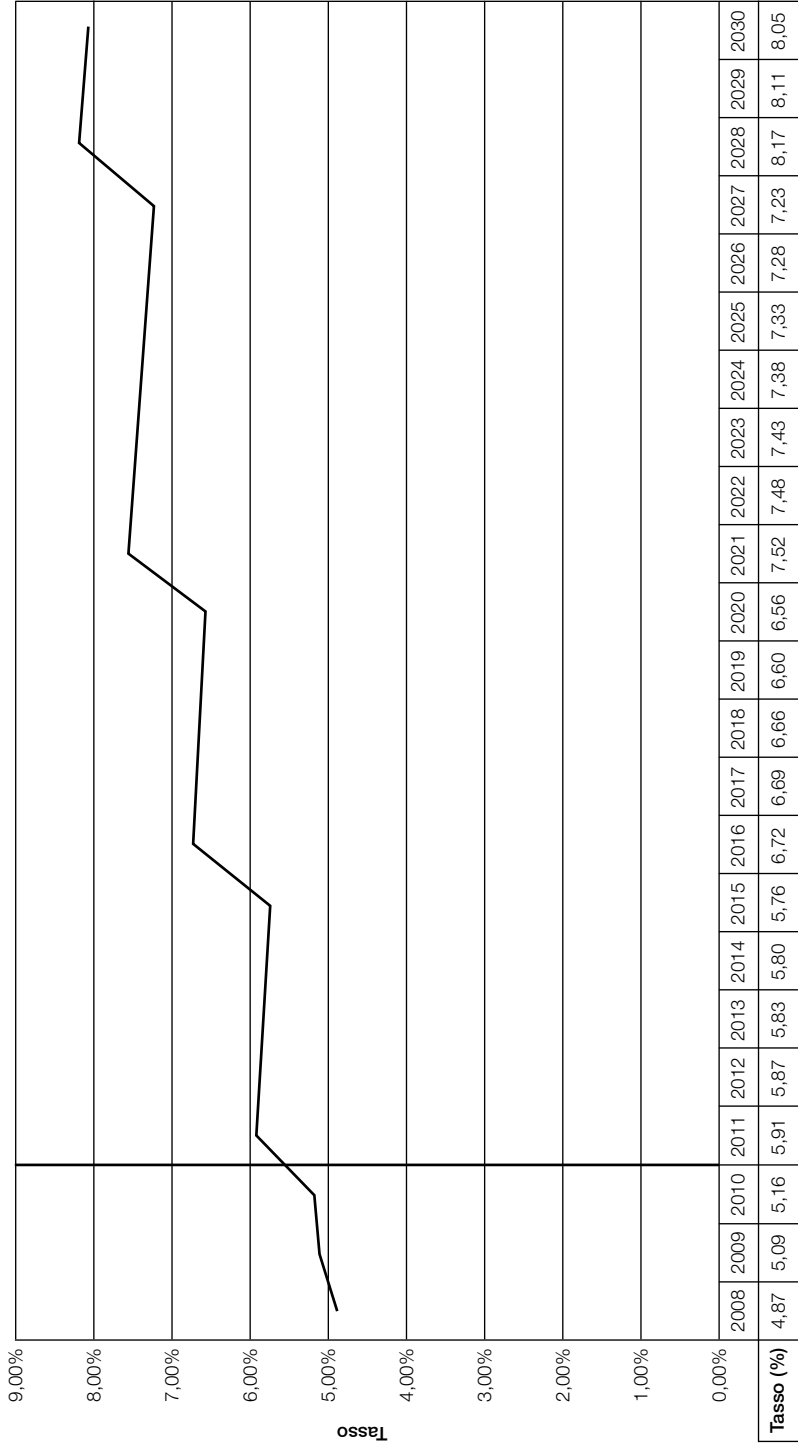
$$i = IRS_Y20 + ROS_spread - [1\% \times (PN/Ct) - 0,50] \quad (4)$$

L'andamento nel tempo del tasso sul prestito partecipativo nella simulazione considerata è descritto nella figura 3. Come si può notare, non si tratta di una funzione strettamente crescente nel tempo. Tuttavia, l'esistenza di un chiaro *trend* ascendente dimostra soddisfatto l'obiettivo di concentrare l'onere finanziario nella fase di maturità del progetto, minimizzando il rischio di provocare od accentuare tensioni di liquidità nelle fasi più delicate della vita dello stesso.

La complessa modalità di calcolo del tasso rappresenta solo una delle peculiarità dello strumento in discorso. Come prima accennato, l'altra fondamentale differenza rispetto a un mutuo *plain vanilla* risiede nell'obbligo di capitalizzazione posto a carico degli azionisti della Spv. In altre parole, via via che il prestito partecipativo viene rimborsato, allo sponsor viene richiesto di conferire mezzi propri in misura pari al capitale restituito, mediante versamenti in conto futuro aumento di capitale, successivamente trasformati in capitale in senso

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

Figura 3 – L'andamento annuale del tasso d'interesse "i" applicato sul prestito partecipativo: una simulazione



Fonte: elaborazione dell'Autore.

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

stretto mediante periodiche deliberazioni dell'Assemblea Straordinaria, secondo le modalità previste dal codice civile¹³.

Ciò in forza di un obbligo contrattuale scaturente da un patto sottoscritto *a latere* di quello relativo al finanziamento, che le banche finanziatrici richiedono allo sponsor di sottoscrivere con l'obiettivo di garantire alla SPV la stabilità finanziaria di lungo periodo. Alla luce di tale circostanza, emerge chiaramente la natura di *bridge financing* del prestito partecipativo, la cui presenza all'interno delle fonti di finanziamento consente alla SPV di intraprendere il progetto con una minima dotazione iniziale di mezzi propri.

Considerando l'effetto congiunto delle due dimensioni considerate, così come rappresentato nel grafico della figura 3, si è portati a credere che il tasso d'interesse applicato sul prestito partecipativo finisca per essere eccessivamente oneroso. In effetti, esso si mantiene superiore al 7,00% per circa un decennio, raggiungendo valori anche superiori all'8,00%. Tuttavia, si deve tenere a mente la circostanza per cui tali tassi, decisamente elevati, vengono applicati su un debito *outstanding* decrescente, e comunque inferiore alla metà dell'importo complessivo finanziato. Per questo motivo, nel caso esaminato, l'IRR del prestito partecipativo per la banca (corrispondente al costo effettivamente sostenuto nel corso del ventennio) rimane, in tutti gli scenari di seguito analizzati, nell'intorno del 6%, risultando perciò inferiore di circa un punto percentuale rispetto al costo del prestito ordinario.

La motivazione non risiede nei particolari input numerici impiegati nel caso, bensì rispecchia la sostanza economica della modalità di finanziamento in discorso. Rispetto a un finanziamento standard, infatti, esso, come ricordato, contiene una clausola che obbliga gli azionisti della SPV a capitalizzare in misura crescente la società. Si tratta di un vero e proprio *covenant*, mediante il quale il soggetto finanziatore riduce i costi di agenzia legati al prestito (nella forma di minor rischio e di minori costi di monitoraggio), potendo in tal modo praticare al soggetto finanziato condizioni migliori in termini di *pricing* del finanziamento (*debt sweetening*). Dal punto di vista dello sponsor, un simile impegno rappresenta un sacrificio in termini di flessibilità finanziaria, e tale concessione risulta conveniente solo se viene compensata da un minor tasso sul mutuo.

Infatti, attraverso l'introduzione di *covenants* nel contratto di debito, a fronte di una riduzione del tasso di interesse pagato sul finanziamento, "l'impresa vede ridotta la propria autonomia decisionale, con una perdita in flessibilità. (...) Il vincolo aumenta il costo per il cambiamento della scelta, cioè aumenta il costo per la possibile violazione del *covenant*, diminuendo di fatto la flessibilità nelle scelte imprenditoriali. L'impresa si trova così di fronte a un *trade-off* tra riduzione del costo del debito e riduzione della flessibilità nelle scelte aziendali" (Bazzana, 2007a). Tuttavia, Damodaran (2006) osserva che, a fronte di un

¹³ Per ulteriori approfondimenti sulle modalità di rimborso delle quote capitale, si rinvia a Marchetti (2000).

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

aumento del debito, la flessibilità finanziaria dell'impresa può essere ridotta anche senza l'effettiva presenza di vincoli contrattuali.

Se correttamente applicata, tale clausola risulta efficiente in termini allocativi, migliorando la condizione di entrambe le parti coinvolte nello scambio e riducendo, grazie al concorso di tempistica degli oneri finanziari e maggiore capitalizzazione, il rischio finanziario complessivo gravante sul progetto. Il valore del *covenant* concesso dalla SPV ai finanziatori è tale da compensare il maggior rischio derivante da una remunerazione del debito legata all'andamento della gestione: in assenza di tale impegno, infatti, la banca dovrebbe richiedere un tasso superiore rispetto a quello praticato su un analogo finanziamento ordinario, a titolo di remunerazione per la variabilità della quota interessi di cui si fa carico.

Con riferimento alla simulazione condotta, si è, pertanto, provveduto a verificare, sulla base di *assumptions* operative realistiche, la performance di differenti strutture finanziarie in termini di rendimento per lo sponsor, nonché la loro sostenibilità rispetto alle metriche di valutazione standard per il PF. In particolare, è stata considerata un'impresa in fase di sviluppo, con un unico progetto innovativo in grado di generare flussi reddituali crescenti nel tempo: come in precedenza accennato, si è trattato della realizzazione e gestione di un parcheggio con annesso punto ristoro a ridosso del centro di una città italiana di medie dimensioni. Inoltre, il prestito partecipativo è stato associato a formule di determinazione del *pricing* miste, ossia tasso base e tasso supplementare; infine, si è ipotizzato che il costo del credito, sia nel mutuo che nel prestito partecipativo, possa modificarsi lungo la durata del finanziamento in relazione alla rischiosità dell'impresa.

Per quanto attiene la struttura finanziaria, sono stati considerati i seguenti mix di fonti di finanziamento:

- *equity*: 30%, prestito ordinario: 70%, prestito partecipativo: 0%;
- *equity*: 10%, prestito ordinario: 90%, prestito partecipativo: 0%;
- *equity*: 10%, prestito ordinario: 45%, prestito partecipativo: 45%.

Si è, quindi, analizzato il comportamento di ognuna di queste strutture nel caso di restituzione dei finanziamenti contratti sulla base di piani di ammortamento a quota capitale costante, crescente e decrescente. In tutti i casi, la durata dei prestiti è stata ipotizzata pari a venti anni. Tale durata non è casuale, tenendo conto di due fattori: da un lato, è necessario che la durata dei finanziamenti sia inferiore a quella del progetto, in modo da lasciare un congruo intervallo di tempo (*tail*) a disposizione per interventi di ristrutturazione del debito che si rendessero eventualmente necessari; dall'altro, come sopra accennato, esiste evidenza del fatto che il comportamento della struttura a termine dei tassi per il PF tenda a premiare la scelta di scadenze protratte per i finanziamenti¹⁴.

Dall'analisi svolta, i cui risultati sono dettagliati nella tabella 6, sono emerse le seguenti conclusioni:

¹⁴ A tale proposito, si veda lo studio di Sorge (2004) sulla struttura per scadenze degli *spreads* creditizi nel PF.

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

Tabella 6 - Un confronto fra differenti strutture finanziarie: indicatori di performance e sostenibilità

Quota capitale	IRR Equity	NPV Equity @10%	DSCR					LLCR					PN/Ci				
			2011	2015	2020	2025	2029	2011	2015	2020	2025	2029	2011	2015	2020	2025	2029
a) Struttura finanziaria all'inizio della fase operativa: equity 30% - prestito ordinario 70% - prestito partecipativo 0%																	
Costante	13,90%	1.326.413	1,55	1,80	2,47	3,51	4,86	2,27	2,23	2,26	2,91	9,45	0,33	0,41	0,54	0,73	0,94
Crescente	13,57%	1.210.889	2,06	2,29	2,43	2,74	3,06	2,23	2,01	1,89	2,19	6,60	0,32	0,36	0,45	0,62	0,90
Decrescente	14,23%	1.441.988	1,24	1,48	2,52	4,92	12,08	2,32	2,56	3,14	5,78	20,85	0,33	0,47	0,67	0,87	0,97
b) Struttura finanziaria all'inizio della fase operativa: equity 10% - prestito ordinario 90% - prestito partecipativo 0%																	
Costante	22,27%	2.234.194	1,21	1,44	1,95	2,75	3,79	1,85	1,74	1,64	1,70	3,35	0,11	0,19	0,31	0,51	0,86
Crescente	21,51%	2.083.189	1,61	1,84	1,93	2,16	2,39	1,82	1,61	1,45	1,45	2,79	0,11	0,16	0,24	0,39	0,79
Decrescente	23,01%	2.385.332	0,97	1,18	1,98	3,85	9,41	1,88	1,95	2,11	2,72	5,61	0,12	0,23	0,44	0,73	0,94
c) Struttura finanziaria all'inizio della fase operativa: equity 10% - prestito ordinario 45% - prestito partecipativo 45%																	
Costante	17,84%	1.613.815	1,30	1,51	2,00	2,72	3,76	1,83	1,88	2,10	3,10	12,35	0,14	0,29	0,49	0,72	0,94
Crescente	18,85%	1.640.879	1,79	1,96	1,99	2,12	2,37	1,80	1,65	1,64	2,12	8,03	0,12	0,20	0,34	0,58	0,90
Decrescente	17,00%	1.585.169	1,03	1,21	2,02	3,82	9,32	1,87	2,22	3,18	7,02	29,60	0,16	0,39	0,66	0,88	0,98

Fonte: elaborazione dell'Autore.

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

- la struttura finanziaria *a*) risulta la più affidabile dal punto di vista della sostenibilità, mostrando i valori più elevati, a parità di condizioni, di DSCR e LLCR. Tuttavia, non è diffuso il suo impiego nella realtà empirica¹⁵, poiché esso si traduce in livelli relativamente contenuti di rendimento per lo sponsor, come conseguenza dello sfruttamento solo parziale della *debt capacity* del progetto;
- la struttura *b*), caratterizzata da un *leverage* elevato, risulta particolarmente efficace nel massimizzare l'IRR degli azionisti. Ciò, tuttavia, va a detrimento dell'equilibrio finanziario, circostanza che si traduce in livelli del DSCR e del quoziente di capitalizzazione bassi nel corso della vita del progetto;
- la struttura *c*), l'unica in cui compaia il prestito partecipativo, presenta caratteri intermedi rispetto alle prime due: da un lato, infatti, pur richiedendo, analogamente alla struttura *b*), un minimo apporto iniziale di patrimonio netto, mostra, grazie alla progressiva capitalizzazione prevista dallo strumento e alla peculiare remunerazione del debito, valori dei *cover ratios* e del quoziente PN/C1 adeguati, consentendo in tal modo la bancabilità del progetto; dall'altro, proprio a causa del più ampio ricorso al *leverage*, essa consente allo sponsor di raggiungere rendimenti sistematicamente superiori rispetto alla struttura *a*).

Piani di ammortamento che concentrino la restituzione del capitale nella seconda parte della vita del prestito risultano più efficaci, in sinergia con la descritta modalità di calcolo degli interessi passivi, nel garantire la sostenibilità dell'operazione nei primi esercizi della fase operativa del progetto, in cui i flussi di cassa operativi sono fisiologicamente inferiori.

Tale modalità di rimborso si traduce, in effetti, in un aumento della *duration* del prestito dal punto di vista delle banche; tuttavia, come ricordato, esistono motivazioni economiche ed evidenze empiriche relative al fatto che ciò non provochi né l'applicazione di tassi più elevati, né il venir meno della convenienza per gli intermediari, nell'ambito di un'equilibrata politica di portafoglio, a supportare il progetto.

L'impatto sull'IRR dei diversi regimi di rimborso dipende, invece, dalla struttura finanziaria adottata. Qualora si faccia ricorso al solo debito ordinario, l'opzione per quote capitali decrescenti è premiante, dal momento che, nel caso di quote costanti e crescenti, i maggiori interessi (calcolati su uno *stock* di debito sistematicamente superiore) limitano la distribuibilità della cassa prodotta dal progetto, e con essa il rendimento per gli azionisti. Se, infatti, il debito viene rimborsato più lentamente (come nel caso di quote capitali crescenti), gli interessi imputati a conto economico in ogni esercizio deriveranno dall'applicazione del medesimo tasso a un capitale più elevato rispetto alle fattispecie alternative e, di conseguenza, l'utile d'esercizio risulterà, a parità di condizioni, più con-

¹⁵ Il *debt-to-equity ratio* varia in relazione alla dimensione e alla complessità dell'iniziativa; ad esempio, un progetto solido con *cash flow* consistenti e un grado di rischio relativamente basso può essere strutturato con un livello minimo, pari al 10%, di *equity* e *subordinated debt* e il rimanente 90% composto da *senior debt* e *mezzanine debt* (Akbiyikli et al., 2006).

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

tenuto. Dal momento che quest'ultimo rappresenta il tetto imposto dalla legge all'ammontare dei dividendi, la maggiore liquidità resa disponibile dal minore importo cumulato del capitale restituito alle banche sarà destinata a rimanere all'interno della SPV fino alla liquidazione dello stesso. Ciò si traduce in un sistematico differimento della remunerazione degli azionisti, deprimendo il loro IRR.

Nel caso di impiego del prestito partecipativo, viceversa, la possibilità, per lo sponsor, di differire ulteriormente il conferimento di capitale proprio determina un maggiore IRR per quote capitali crescenti. In questa circostanza, al descritto effetto negativo del differimento nella distribuzione della liquidità creata, legato all'incapienza dell'utile di esercizio, si aggiungono quello connesso all'applicazione di tassi esogenamente più elevati, conseguenza del progressivo aumento del ROS, a un debito *outstanding* maggiore rispetto alle altre modalità di rimborso, nonché l'effetto legato a livelli dei tassi endogenamente più elevati a causa del minor quoziente PN/CI, conseguente a un rimborso più lento del capitale. Tali fattori sono, in realtà, più che compensati dall'opportunità, per gli azionisti, di rimandare il conferimento di maggiori quote di patrimonio netto: minore la quota capitale dovuta dalla SPV, minore sarà l'ammontare di mezzi propri da versare ai sensi del regolamento del prestito partecipativo.

Si può affermare, pertanto, che tale opportunità si traduce in un minor costo figurativo dell'*equity* a causa del valore finanziario del tempo. Di fatto, tale beneficio è talmente rilevante da eccedere i maggiori costi contabili connessi all'applicazione di interessi passivi più elevati e il costo figurativo della ridotta distribuzione di dividendi. A ogni modo, in tutti e tre i casi considerati l'ammortamento a quote costanti presenta valori intermedi. Pertanto, si individua nella struttura *c)* l'assetto ottimale delle fonti di finanziamento per il progetto analizzato. Ciò stabilito, si ritiene che il piano di rimborso a quote di capitale crescenti consente di massimizzare il rendimento per gli azionisti e di garantire la tenuta dell'operazione sul fronte della solidità finanziaria.

7.7 L'utilizzo del prestito partecipativo nel project finance: considerazioni di sintesi

Nel presente capitolo, sia a livello teorico e sia attraverso l'ausilio di un *case study*, si sono evidenziati i vantaggi ottenibili, nel senso di un miglioramento dei *supervisory rating grades* del SSCA esaminati nel capitolo 5, dall'impiego del prestito partecipativo all'interno della struttura finanziaria della SPV che, come esposto nel cap. 6, presenta evidenti peculiarità.

Innanzitutto, in merito al ruolo svolto dai prestiti partecipativi nell'ambito del processo di determinazione della struttura finanziaria ottimale dell'impresa, ai fini della creazione del valore economico-aziendale, è possibile sostenere che una struttura finanziaria in cui sono presenti, oltre alle classiche fonti di finanziamento rappresentate dal capitale di rischio e di credito, anche i prestiti partecipativi, consente all'impresa di contenere il costo del capitale e, in particolare, gli oneri finanziari delle fonti di finanziamento a titolo di debito, nell'ipotesi che la remu-

Il prestito partecipativo nella struttura finanziaria del project finance

nerazione del prestito partecipativo si mantenga su livelli inferiori al costo medio del capitale di debito; a parità di condizioni, il minore costo del finanziamento si riflette su un conseguente incremento dei flussi di cassa operativi.

Con riferimento alla simulazione condotta, si è provveduto a verificare, sulla base di *assumptions* operative realistiche, la performance di differenti strutture finanziarie (in una delle quali è presente il prestito partecipativo) in termini di rendimento per lo sponsor, nonché la loro sostenibilità rispetto alle metriche di valutazione standard per il PF, analizzandone, inoltre, il comportamento nel caso di ammortamento a quota capitale costante, crescente e decrescente. L'assetto ottimale delle fonti di finanziamento per il progetto analizzato è risultato essere la struttura finanziaria in cui compare il prestito partecipativo, tenuto conto che il piano di rimborso a quote di capitale crescenti consente di massimizzare il rendimento per gli azionisti e di garantire la tenuta dell'operazione sul fronte della solidità finanziaria.

La simulazione in esame ha consentito di evidenziare essenzialmente tre benefici connessi all'immissione di strumenti finanziari c.d. di *semi-equity* (nella forma di prestito partecipativo) nella struttura finanziaria della società di progetto, di seguito riassunti:

- si tratta, in primo luogo, di un miglioramento del livello dei *cover ratios* richiesti dalle banche finanziatrici che, a parità di condizioni, si riflette in un incremento della sostenibilità finanziaria o “bancabilità” del progetto senza gravare, al contempo, sul rendimento degli sponsor. Tale aspetto va, pertanto, a incidere positivamente sul *financial strenght* del progetto, uno dei *supervisory slotting criteria* su cui le banche basano la propria valutazione di merito di credito;
- in secondo luogo, attraverso la “clausola di partecipazione” presente nello strumento finanziario, il soggetto promotore si obbliga a eseguire periodici versamenti in conto futuro aumento di capitale ogni qualvolta il prestito partecipativo è rimborsato, in maniera tale da irrobustire l'assetto delle fonti di finanziamento della SPV contestualmente alla fisiologica diminuzione del contributo dei mezzi di terzi. La previsione di un obbligo per il promotore di sostenere il progetto effettuando, se necessario, *equity injections* consente, quindi, di influire in maniera positiva anche sul criterio regolamentare attinente la solidità dello sponsor;
- in terzo luogo, in merito alle garanzie che accompagnano l'iniziativa, lo strumento finanziario del prestito partecipativo può essere ritenuto alla stregua di un'operazione di *non recourse financing*, dal momento che tale tipologia di prestito accorda margini di discrezionalità più ristretti del consueto al *borrower* nell'utilizzo e nel rimborso dei fondi, in relazione alla presenza di *restrictive covenants* che comportano forme di supervisione finanziaria e aumentano l'efficacia del processo di *monitoring*, introducendo nei casi stabiliti la sanzione del recesso dell'intermediario finanziario dal contratto di finanziamento. Tali considerazioni spiegano le ulteriori ricadute positive sulla solidità del *covenant package* del progetto, fondamentale all'interno del criterio regolamentare relativo al pacchetto di garanzie a supporto dell'esposizione.

Struttura finanziaria e strumenti ibridi di finanziamento: l'impatto sui Supervisory Rating Grades

In definitiva, considerato che, nel breve e medio periodo, la maggior parte delle banche italiane sarà obbligata ad applicare per le operazioni *project* il più penalizzante SSCA, si pongono per gli sponsor del progetto e i loro *advisor* finanziari una serie di problematiche di natura precauzionale da affrontare al fine di posizionarsi nelle migliori classi dei *supervisory slotting criteria*. A tale scopo, si è provveduto a dimostrare, attraverso l'ausilio di un *case study*, che la struttura finanziaria della SPV in cui è presente il prestito partecipativo evidenzia una solidità accentuata tale da ottimizzare, innanzi tutto, il grado di forza finanziaria del progetto e, in via secondaria, anche la solidità dello sponsor e del *covenant package* del progetto.

In conseguenza di ciò, si può avvalorare la tesi qui sostenuta secondo cui l'adozione di strumenti finanziari di *semi-equity*, nella forma di prestito partecipativo, contribuisce a posizionare il progetto nelle classi di rating migliori, con un effetto di migrazione verso i *supervisory rating grades* più adeguati (ad esempio, da *good* a *strong*) delle valutazioni di merito di credito del progetto nel sistema basato sui criteri regolamentari di classificazione (SSCA), comportando, pertanto, consistenti vantaggi in termini di riduzione del *pricing* del finanziamento su basi *project*.