

**Amministrazione
& Finanza**

ANNO X - Gennaio-Febbraio 2013, n. 1

DIREZIONE E REDAZIONE

STRADA 1, PALAZZO F6

20090 MILANO FIORI ASSAGO

TARIFA R.O.C. - POSTE ITALIANE SPA - SPEDIZIONE

IN ABBONAMENTO POSTALE - D.L. 353/2003

(CONV. IN L. 27/02/2004 N. 46) ART. 1, COMMA 1, DCB MILANO

www.ipsoa.it

00139627



1

2013

CONTROLLO DI GESTIONE

LA RIVISTA DI BUDGET, REPORTING E STRATEGIA PER L'AZIENDA E IL CONSULENTE

Il ruolo del controllo nello sviluppo
di progetti complessi:
il caso Ecodelm s.r.l.

L'utilizzo dei KPI di processo
nei sistemi di reporting
per la creazione del valore

Inserto

Il sistema informativo a supporto
della Direzione Amministrazione,
Finanza e Controllo: attori e strumenti



IPSOA

Gruppo Wolters Kluwer

IL RUOLO DEL CONTROLLO NELLO SVILUPPO DI PROGETTI COMPLESSI: IL CASO ECODELM S.R.L.

di Maria Pia Maraghini,

Università degli Studi di Siena

Flavia Lotti

Università degli Studi di Siena

e Tiziano Cetarini¹

Partner Suasum Business

Advisory – Network

di Società di servizi

professionali

Per progetti complessi viene in questa sede fatto riferimento alla progettazione e realizzazione di iniziative che richiedono, tra le altre cose, l'investimento di ingenti risorse finanziarie, la partecipazione di numerosi e differenti soggetti e che sono caratterizzate da un'elevata esposizione al rischio. Il loro sviluppo presenta pertanto delle caratteristiche e delle peculiarità tali, le cui modalità di gestione determinano la stessa efficacia dell'intero progetto. Mediante l'analisi di una concreta esperienza già realizzata, il presente contributo evidenzia, in particolare, il ruolo svolto dai sistemi di pianificazione e controllo ai fini della migliore gestione del processo di definizione ed implementazione di progetti complessi.

Lo sviluppo di progetti complessi

La complessità di un progetto viene determinata dall'agire congiunto di molti o tutti i seguenti elementi:

- particolare difficoltà dal punto di vista tecnico;
- durata di medio/lungo periodo;
- considerevole dimensione finanziaria;
- elevata rischiosità;
- coinvolgimento di molteplici ed eterogenei soggetti, con ruoli e interessi diversi.

Tali problematiche non debbono tuttavia scoraggiare la realizzazione, trattandosi di investimenti di rilevanza strategica, sovente di tipo infrastrutturale, il cui compimento è di interesse non solamente a livello aziendale e/o territoriale, bensì può anche avere importanza per la comunità sociale nel suo complesso.

In particolare, i rischi elevati collegati ai progetti in questione spesso scoraggiano, da un lato, la stessa messa in opera dell'iniziativa, dall'altro, la partecipazione di altri possibili investitori, indispensabili invece per recuperare le ingenti risorse finanziarie richieste.

Al fine di meglio gestire tali difficoltà, una tecnica molto utilizzata per il finanziamento

dei progetti complessi, supportandone quindi la realizzazione, è costituita dal *Project Financing*. Mediante tale forma di finanziamento, i soggetti promotori di un'iniziativa di investimento complesso (denominati *sponsor*) danno vita, per la realizzazione dello stesso, ad un ente giuridicamente autonomo (detto società di progetto o *Special Purpose Vehicle* - SPV), così da poter «escludere o limitare la loro responsabilità finanziaria e lasciare intatta la loro capacità di futuro indebitamento» (Arezzini S., 2011: pp. 816-817)².

Attorno alla società di progetto viene dunque a costituirsi un *network* contrattuale, mediante il quale i diritti, gli obblighi ed i rischi cui l'operazione è esposta vengono allocati tra i vari soggetti coinvolti nella realizzazione dell'investimento (l'SPV e gli stessi *sponsor*, ma anche finanziatori, fornitori, clienti, Pubblica Amministrazione, ecc.).

In particolare, i differenti soggetti, relazionandosi direttamente ed esclusivamente con l'SPV - il quale, si ricorda, è autonomo dal punto di vista giuridico - non possono considerare come garanzia contrattuale gli *asset* degli *sponsor*, e neppure quelli della società di progetto, in quanto ancora in fase di costituzione. Nell'ambito del *Project Financing*, dunque, l'unica garanzia per loro risiede nella capacità dell'iniziativa di produrre i risultati auspicati, sia dal punto di vista tecnico che economico-finanziario. Nell'approcciarsi a simili progetti, i differenti attori - *in primis* i finanziatori - debbono quindi abbandonare la tradizionale «logica di prestito» per adottare una differente «logica di investimento», nella quale l'attenzione principale si sposta dal «soggetto» al «progetto».

Si intuisce dunque l'importanza centrale che viene a rivestire nell'ambito delle iniziative di *Project Financing* la precisa descrizione del progetto di investimento, il quale deve dimostrarsi:

- 1) valido ed effettivamente realizzabile dal punto di vista tecnico;
- 2) sostenibile sotto l'aspetto economico-finanziario, ovvero:
 - redditizio, cioè in grado di produrre i rendimenti auspicati dagli investitori;
 - capace di generare flussi di cassa dalla sua gestione (*cash*

DELLO STESSO AUTORE

L'articolo fa parte di una serie di interventi coordinati dal Prof. Angelo Riccaboni sul tema del cambiamento nei sistemi di controllo di gestione e del loro impatto nel mondo delle imprese

¹ Pur essendo il presente lavoro frutto dell'impegno comune dei tre autori, Maria Pia Maraghini ha curato le parti relative a «Lo sviluppo di progetti complessi» e «Il ruolo della pianificazione e del controllo», Flavia Lotti si è occupata di quelle inerenti «Il Progetto» e «Il ruolo del controllo nel caso Ecodelm S.r.l.», mentre Tiziano Cetarini ha provveduto alla stesura della parte «Il Piano economico-finanziario del Progetto».

² Per puntuali approfondimenti sul *Project Financing* si confronti, fra gli altri: Gatti S., 2006.

flow) tali da garantire il rimborso e la remunerazione del prestito elargito (logica di fondo *self-liquidating*), e quindi conveniente per i finanziatori;

3) sostenuto da un insieme di strumenti di garanzia che tutelino i vari attori rispetto ai molti rischi cui l'operazione è esposta, con l'obiettivo di limitare il più possibile i rischi a carico della società di progetto, così da isolare lei e i relativi flussi di cassa da ogni contaminazione (Scano D., 2006);

4) redatto in modo corretto e costruito su ipotesi veritiere, fondate sulle scelte assunte in fase di pianificazione.

In particolare, la sostenibilità economico-finanziaria dell'iniziativa è oggetto del Piano economico-finanziario (PEF). In un'operazione di *Project Financing*, il PEF è il documento sul quale si concentra l'attenzione dei vari interlocutori, sia nella fase di affidamento del servizio, sia nella fase di gestione del progetto.

Nello specifico, nella prima fase, il PEF deve dimostrare che gli obiettivi previsti durante la sua redazione risultano coerenti con:

- gli interessi dei vari soggetti coinvolti nell'operazione;
- le garanzie richieste;
- le disposizioni normative.

In fase di realizzazione del progetto, inoltre, il PEF può (o meglio, dovrebbe) servire ad informare e guidare le decisioni e le azioni per mantenersi nella giusta direzione. In tal senso, viene esaltata la funzione di guida di tale strumento, che viene visto e considerato come una «mappa» di ampio respiro da usare lungo tutto l'arco di durata del progetto per il perseguimento degli obiettivi che sono stati posti per lo stesso, mediante il costante confronto (*benchmark*) fra i risultati attesi e quelli conseguiti (Arezzini S., 2003).

Il ruolo della pianificazione e del controllo

Le precedenti brevi considerazioni evidenziano il ruolo di primaria importanza svolto dal sistema di pianificazione e controllo (di seguito genericamente denominato «controllo») nel montaggio e nello sviluppo di progetti complessi. Esso comprende l'insieme organico degli strumenti, delle risorse e dei processi che conducono alla costruzione del PEF, il quale ne rappresenta solamente l'*output* finale.

Inteso quale meccanismo chiave di guida dell'organizzazione verso il perseguimento degli obiettivi prefissati, contribuendo al reperimento e all'efficace ed efficiente utilizzo delle risorse, il controllo costituisce un elemento essenziale per il «buon governo» di un progetto complesso e, se opportunamente definito e gestito, costituisce il momento fondamentale per il dominio delle attività

in cui esso si snoda.

Nel caso di un'operazione di *Project Financing* tale funzione è amplificata, in quanto gli obiettivi attesi accomunano una pluralità di interessi dei vari interlocutori partecipanti, che animano la particolare struttura di base in cui si articola l'operazione. In altri termini, è intorno al sistema di pianificazione e controllo che si tesse il *network* contrattuale che caratterizza le operazioni di *Project Financing*.

In particolare, il ruolo positivo svolto dalle attività di controllo nell'ambito dello sviluppo di progetti complessi, può articolarsi principalmente nei seguenti aspetti:

- *compliance*: prendendo necessariamente avvio dalla traduzione in termini numerici delle informazioni quali-quantitative di tipo tecnico progettuale, legale e fiscale, esso costituisce un utile momento di verifica dell'aderenza a regole, leggi, linee guida e credenze che ruotano attorno all'iniziativa che vuole essere intrapresa;

- gestione del rischio: non potendo prescindere dall'analisi delle varie tipologie di rischio che impattano sui *cash flow* del progetto, esso supporta inoltre la loro migliore allocazione fra i differenti soggetti coinvolti nella realizzazione del progetto;

- comunicazione: elaborando le sopracitate informazioni, i dati economico-finanziari ottenuti costituiscono il linguaggio comune sulla base del quale i vari soggetti interessati alla realizzazione del progetto comunicano ed interagiscono, negoziando i termini contrattuali e le garanzie che più soddisfano le loro aspettative;

- coordinamento e allineamento: richiedendo - e consentendo - il dialogo tra differenti attori, esso rappresenta anche una preziosa occasione di interazione tra vari interlocutori interessati al soddisfacimento di obiettivi comuni, che possono così individuare possibili convergenze, nonché accordarsi sulle modalità mediante le quali apportare il proprio contributo nell'ambito di un integrato piano d'azione;

- monitoraggio: in fase di realizzazione del progetto, esso è altresì in grado di tenere traccia dell'esecuzione degli sforzi implementativi compiuti, identificando così le eventuali deviazioni rispetto al piano che richiedono un'azione manageriale;

- *accountability*: monitorando l'implementazione degli obiettivi stabiliti, esso fornisce le informazioni di base per valutare la performance dei soggetti responsabilizzati alla sua esecuzione, mediante il costante confronto con il valore target individuato in sede di pianificazione;

- apprendimento (*knowledge*) a livello inter- e intra- aziendale: che si realizza (a) sia in fase di progettazione - consentendo un'attenta considerazione e gestione delle conoscenze acquisite, calibrandole ed integrandole verso il perseguimento

di un insieme di obiettivi condivisi dagli interlocutori del progetto; (b) che di realizzazione - la rilevazione degli scostamenti e l'apprezzamento delle relative cause, infatti, consentono di individuare e comprendere gli errori commessi, di correggerli qualora possibile e di non ripeterli in futuro, bensì di imparare differenti soluzioni per ottenere obiettivi di performance e nuove opportunità.

I precedenti vantaggi, tuttavia, costituiscono delle mere potenzialità, la cui effettiva manifestazione dipende dalle modalità di gestione dell'intero processo di progettazione e realizzazione della specifica iniziativa.

Occorre dunque prestare una speciale attenzione al come gestire il sistema di pianificazione e controllo. In particolare, risulta importante la decisione in merito al chi incaricare di tale gestione. Nel caso di progetti complessi, infatti, coinvolgendo essi molteplici ed eterogenei soggetti, con ruoli e interessi diversi, possono essere effettuate scelte differenti, ciascuna con propri limiti. Se da un lato, infatti, una gestione partecipata da tutti può comportare difficoltà di dialogo e tempi lunghi per la definizione di una soluzione condivisa, dall'altro, l'individuazione di uno o più soggetti responsabili può far insorgere il dubbio legittimo che i loro interessi vengano privilegiati rispetto agli altri. Una soluzione preferibile prevede quindi l'affidamento della gestione del processo di pianificazione e controllo ad un soggetto terzo, che possa garantire:

- la disponibilità delle competenze necessarie: non solo, quindi, conoscenze di tipo economico-finanziario, fiscale, legale e, ove necessario e possibile, tecniche, ma anche capacità di gestire progetti, abilità diplomatiche, buone relazioni e reputazione con enti, istituti e associazioni;

- un giusto equilibrio nella considerazione dei differenti interessi e nell'allocazione dei molteplici rischi connessi alla specifica iniziativa.

Tale soggetto (figura professionale generalmente denominata *advisor* finanziario), costituisce di fatto il consulente del progetto e fornisce una maggiore assicurazione ai vari *stakeholder* in merito alla veridicità e correttezza del PEF, ovvero alla realizzabilità e alla sostenibilità del progetto, cioè la capacità dello stesso di produrre flussi di cassa in grado di remunerare il capitale investito e quello di terzi.

In tal senso, la gestione del processo di pianificazione e controllo da parte dell'*advisor* finanziario, consente di potenziare l'efficacia del progetto e quindi il raggiungimento degli obiettivi coerentemente ai risultati previsti dal PEF (si veda la [Tavola 1](#)).

Allo scopo di meglio indagare il ruolo svolto dalla pianificazione e dal controllo nello sviluppo di progetti complessi, viene di seguito illustrata e analizzata un'iniziativa relativa alla costruzione e

gestione di un impianto fotovoltaico, finanziata mediante un'operazione di *Project Financing*.

Il Caso Ecodelm S.r.l.

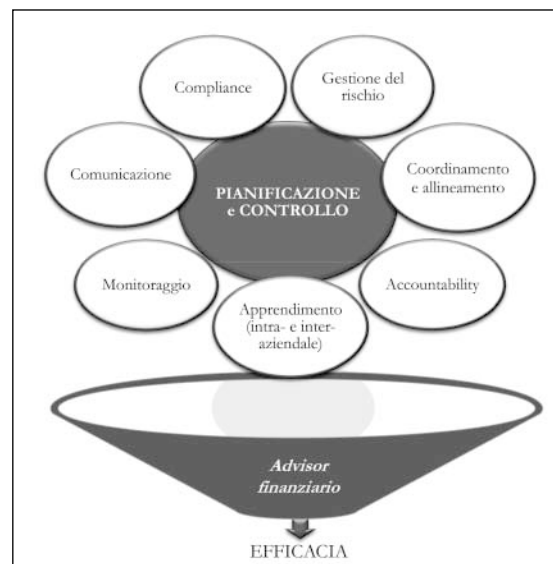
Il Progetto

Il progetto sottoposto ad analisi (di seguito denominato «Progetto») riguarda la costruzione e la gestione di un impianto fotovoltaico fisso a terra di una potenza generata di 11,8 MWp, sito nel Comune di Montalto di Castro (VT). L'impianto è di tipo GRID-ON, connesso cioè alla rete nazionale, alla quale viene ceduta tutta l'energia prodotta e non direttamente utilizzata dall'utente. L'impianto, composto da un numero complessivo di 41.280 moduli (pannelli in silicio policristallino, per un'estensione complessiva del sito di circa 20 ettari) è munito di propri contatori per la contabilizzazione distinta dell'energia generata, che misurano tutta l'energia prodotta dal campo fotovoltaico ai fini dell'erogazione del contributo da parte di GSE S.p.a.³. L'impianto infatti beneficia degli incentivi e delle agevolazioni contenute nel cosiddetto «V° Conto Energia»⁴.

Promotori del Progetto sono Ecosuntek S.p.a. e Delmas Energia S.p.a., entrambe operanti nel settore delle energie rinnovabili ([Tavola 2](#)).

Date le caratteristiche dell'investimento, di notevole dimensione finanziaria (circa 25 mln/€), di particolare complessità tecnica e di lunga durata, il Progetto è stato realizzato mediante finanziamento portato avanti attraverso lo strumento del *Project Financing* su base *limited recourse*, attivato con BIIS (Banca Infrastrutture, Innovazione e Sviluppo) del Gruppo Intesa San Paolo.

Tavola 1 - Il ruolo del controllo nello sviluppo di progetti complessi



³ GSE S.p.a. (Gestore Servizi Energetici), è la società del Ministero dell'Economia e delle Finanze che ritira e colloca sul mercato elettrico l'energia prodotta dagli impianti incentivati e certifica la provenienza da fonti rinnovabili dell'energia elettrica immessa in rete. E' il secondo operatore nazionale per energia intermediata.

⁴ Il «Conto Energia» disciplina l'erogazione degli incentivi all'energia elettrica prodotta da un impianto fotovoltaico e consiste nell'erogazione di una tariffa incentivante proporzionale all'energia prodotta, cioè un contributo versato dal GSE per ogni KWh generato nell'arco di tempo di 20 anni. Il V° Conto Energia è regolato dal Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 5 luglio 2012 (So n. 143 alla Gu 10 luglio 2012 n. 159) «Attuazione dell'articolo 25 del decreto legislativo 3 marzo 2011, n. 28, recante incentivazione della produzione di energia elettrica da impianti solari fotovoltaici».

In linea con ciò, i promotori dell'iniziativa (*sponsor*) hanno dato vita, per la realizzazione dello stesso, ad un ente giuridicamente autonomo (società di progetto o *Special Purpose Vehicle* - SPV): Ecodelm S.r.l.. Ecodelm S.r.l. è stata costituita nel novembre 2011 (con capitale sociale di 10 mila €), con l'obiettivo di sviluppare, progettare, realizzare e gestire il Progetto, vendere l'energia prodotta, effettuare tutte le operazioni commerciali, industriali, finanziarie e bancarie necessarie ed inerenti la realizzazione e gestione dell'impianto del quale oggi è proprietaria. Attorno alla società di progetto si è quindi costituito un *network* contrattuale, del quale fanno parte anzitutto Ecosuntek S.p.a. e Delmas Energia S.p.a. in qualità di soci paritetici dell'SPV e di *shareholders*, avendo apportato capitale di rischio e pertanto si aspettano un ritorno in termini di dividendi derivanti dalla gestione dell'impianto. Ecosuntek S.p.a. riveste anche il ruolo di *EPC* e *O&M Contractor* nello svolgimento delle attività di progettazione esecutiva, fornitura, costruzione, collaudo, esercizio e manutenzione dell'impianto dietro pagamento del corrispettivo stabilito. Per la realizzazione dell'impianto e la sua messa in esercizio, è stato inoltre necessario interagire:

- con E.N.E.L., per potersi allacciare alla rete nazionale;
- con lo Stato (e, per suo conto, con GSE S.p.a.), al quale è ceduta l'energia prodotta al costo della tariffa incentivante riconosciuta dal Conto Energia;
- con il Comune di Montalto di Castro, al quale sono corrisposte tasse e imposte durante tutto il periodo di gestione;
- con altre Autorità e Pubbliche Amministrazioni per il rilascio delle necessarie autorizzazioni e pareri ambientali.

Inoltre, un ruolo importante, di *risk mitigation*, è stato svolto dalla società di assicurazione nel coprire il Progetto da eventuali rischi relativi sia alla fase di costruzione che di manutenzione (guasti di macchinari, danni di interruzione di esercizio, infortuni di personale dipendente, ecc.), contribuendo anche a rendere meno rischioso il credito per i finanziatori. A tal riguardo, come in parte già richiamato,

l'operazione è stata finanziata e strutturata da Banca BIIS, la quale ha erogato un finanziamento a lungo termine *limited-recourse* ed il finanziamento per la copertura del fabbisogno IVA, per un ammontare pari a 12.300.000 €, relativamente al quale è già stato effettuato il *financial closing* (corrispondente alla fissazione dei termini del contratto di finanziamento e all'erogazione dello stesso).

Per la gestione di questa complessa rete di relazioni gli *Sponsor* si sono affidati al supporto di un *advisor* finanziario: *Suasum Corporate Finance* (Tavola 3). Esso ha guidato l'operazione fin dalle fasi iniziali del Progetto, definendo la *governance* di Ecodelm S.r.l., contribuendo ad unire le risorse finanziarie dei promotori e strutturando le prime ipotesi di modello economico-finanziario, in modo che fossero coerenti con l'iniziativa imprenditoriale degli *sponsor*.

In una fase successiva, l'*advisor* finanziario ha tradotto in valori e risultati attesi le informazioni quantitative di natura tecnica, legale, assicurativa, verificati da un'accurata *Due Diligence* iniziale svolta da soggetti terzi ed indipendenti. In particolare, ha valutato quale impatto avranno tali variabili sui flussi di cassa generati dal Progetto e, in concerto con gli *Sponsor* e la banca finanziatrice, ha individuato la struttura finanziaria che riuscisse a coordinare le esigenze di tutti gli interlocutori con interessi differenti e garantisse il raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario.

Tali analisi hanno costituito quindi il Piano economico-finanziario, intorno al quale l'operazione «ha preso vita», in quanto sulla base di esso i soggetti coinvolti hanno negoziato le condizioni e le garanzie contrattuali. In particolare, fondandosi sull'analisi del PEF, la Banca finanziatrice ha valutato la sostenibilità dell'operazione e la sua bancabilità, potendosi così rendere conto se nel tempo il finanziamento potrà essere rimborsato e remunerato secondo quelle che sono le sue esigenze e quelle degli altri interlocutori.

Anche in fase di realizzazione del Progetto, l'*advisor* finanziario continua a rivestire un ruolo centrale, verificando che i risultati effettivamente perseguiti siano conformi a quelli previsti nel *Base Case* e intervenendo sullo stesso in caso di scostamenti

Tavola 2 – I promotori del Progetto

	Ecosuntek S.p.a.	Delmas Energia S.p.a.
Settore	Energie rinnovabili	Energie rinnovabili
Core business	Fotovoltaico	Fotovoltaico
Costituzione	2008	2008
Sede	Gualdo Tadino (PG)	Milano (MI)
Capitale sociale	2 mln €	3,5 mln €
n. dipendenti	9	5
Impianti di proprietà	16 MWp	16 MWp

Fonte: i dati sono stati reperiti dai rispettivi siti delle società

Tavola 3 - L'advisor finanziario

Società	Suasum Corporate Finance
Sede	Arezzo (AR)
Divisioni	Project Financing Renewable Energy Project Financing Strategic Consulting Public Administration Services
Personale	Team di 15 professionisti con competenze integrate e diversificate (finanziarie, legali, fiscali, tecniche)

Fonte: www.suasum.it

e rinegoziazioni dei termini contrattuali da parte degli *stakeholders*. La [Tavola 4](#) sintetizza ed illustra la struttura dell'operazione e le interazioni che sussistono tra i vari soggetti coinvolti.

Il Piano economico-finanziario del Progetto

Il documento di pianificazione e controllo è stato redatto, su base semestrale, in riferimento al periodo temporale che va dal 2012 al 2032, comprende cioè la fase di costruzione (anno 2012) e la fase di gestione (dal 2013 al 2032) dell'impianto. Il *set* di ipotesi, alcune oggettive ed altre ipotetiche, sulle quali è avvenuta l'elaborazione dello stesso, sono state dedotte dall'*advisor* finanziario in seguito all'analisi delle condizioni macro-economiche e da quelle endogene al Progetto, tratte dai vari documenti prodotti dalla *Due Diligence*, nonché dai vari contratti stipulati. In relazione a tali ipotesi, considerate sostenibili e realizzabili, sono stati strutturati i prospetti previsionali di Stato Patrimoniale, Conto Economico e dei *Cash Flow* sui quali sono stati calcolati gli indicatori di convenienza e sostenibilità economico-finanziaria e sui quali l'attenzione di tutti gli interlocutori si è focalizzata. In particolare, in coerenza con il normale processo di pianificazione, sono stati dapprima ipotizzati i ricavi di gestione prodotti annualmente dal 2013, sulla base delle informazioni specifiche

dell'impianto, della produzione annuale potenziale di energia prodotta e immessa nella rete nazionale e della tariffa incentivante individuata, applicata dal V° Conto Energia ([Tavola 5](#)).

Di riflesso, dalle informazioni tratte dai contratti di EPC e O&M, sono stati previsti i costi di gestione da sottrarre in Conto Economico ([Tavola 6](#)).

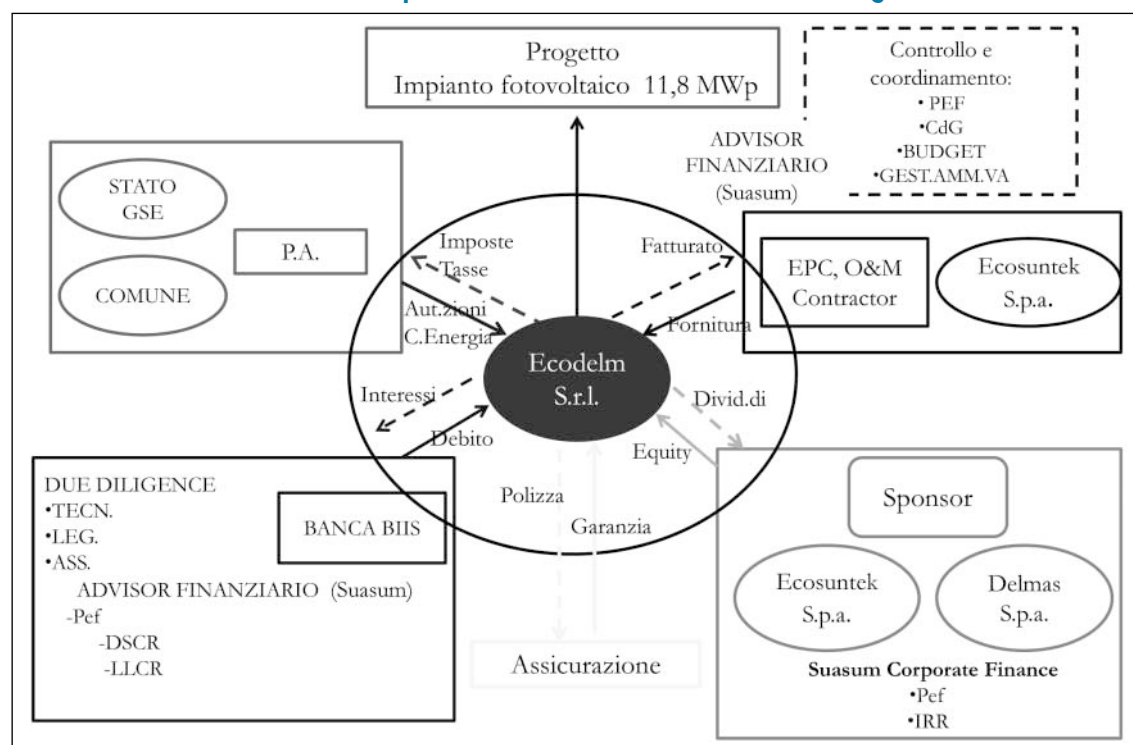
Per tutto il periodo previsionale considerato, sia la vendita di energia che i costi supportati sono stati rivalutati ad un tasso di inflazione pari a 2%. Inoltre, sono stati previsti tempi medi di incasso e pagamento di 30 giorni.

La previsione dei costi e dei ricavi è stata attentamente seguita dall'*advisor* finanziario per evitare successive alterazioni dei risultati attesi. Anche nell'appalto, il prezzo è stato mantenuto fisso indipendentemente dalle difficoltà che possono essere riscontrate dal costruttore.

Riguardo invece alle ipotesi considerate in sede di pianificazione in merito al finanziamento e al costo dello stesso ([Tavola 7](#)), i tassi di interesse considerati per la fase di costruzione e di gestione sono stati determinati rispettivamente in relazione al tasso di riferimento Euribor a 6 mesi ed Irs a 10 anni, maggiorati di uno *spread*, risultando pertanto un costo del finanziamento di 5,34% e 6,30%.

L'erogazione del finanziamento è prevista nel piano economico-finanziario nelle prime 2 semestralità della fase di costruzione e il rimborso entro 31 semestralità dall'inizio della fase di gestione. Anche per il finanziamento dell'IVA è previsto un tasso

Tavola 4 – Composizione e struttura del network del Progetto



d'interesse variabile dalla fase di costruzione a quella di gestione, maggiorato di uno *spread* del 3%.

Per la realizzazione dell'impianto gli investimenti diretti ammontano a circa 20.597.000 € in cui sono compresi il costo dell'impianto, dell'acquisto del terreno e del Progetto, gli oneri da corrispondere al Comune, e altri costi vari. Gli investimenti diretti richiedono dei costi finanziari e per fabbisogno IVA di circa 4.081.507 €, per un fabbisogno finanziario complessivo di circa 24.678.507 € (Tavola 8).

A copertura del fabbisogno finanziario, le fonti di finanziamento individuate e pertanto la struttura di finanziaria «obiettivo» da implementare in modo che possa bilanciare e soddisfare gli interessi degli sponsor e della banca prevede l'*equity* per 4.600.000 €, il *senior debt* per 18.059.508 € da erogare per cassa a favore di Ecodelm S.r.l. alla fine dell'anno 2012, inoltre il finanziamento dell'IVA a copertura del fabbisogno

Tavola 5 – Dati per la stima dei ricavi di gestione

Potenza installata (KWp)	11.800
Irraggiamento Netto (KWh/Mq)	1.350
Produzione Annuia iniziale (KWh)	15.930.000
Decadimento Annuo Producibilità (KWh)	0,8%
Tariffa Omnicomprensiva 2013 (€ / KWh)	0,199

Fonte: Piano economico-finanziario del Progetto

Tavola 6 - Costi di gestione

	Euro	Euro/KWp
Manutenzione Omnicomprensiva	147.500	13
Polizza Assicurativa	84.900	8
Spese Generali	35.400	3

Fonte: Piano economico-finanziario del Progetto

Tavola 7 – Dati per la stima dei costi del finanziamento

	Finanziamento a M/L	Finanziamento IVA
Tipologia di Rimborsamento	DSCR Obiettivo 1,20	Bullet
Periodo di Disponibilità (Semestri)	2	2
Durata (Semestri)	31	Fino a 36 mesi
Tasso di riferimento fase Gestione	Irs 10 anni	Irs 3 anni
Valore tasso di riferimento fase Gestione	2,66%	2,00%
Tasso di riferimento fase Costruzione	Euribor 6m	Euribor 6m
Valore tasso di riferimento fase Costruzione	1,70%	1,70%
Spread fase Costruzione	3,64%	3,00%
Spread fase Gestione	3,64%	3,00%
Tasso Finito fase Costruzione	5,34%	4,70%
Tasso Finito fase Gestione	6,30%	5,00%

Fonte: Piano economico-finanziario del Progetto

di IVA del Progetto, il cui rimborso nel modello è previsto in un'unica soluzione (Tavola 8). Individuate le risorse con vincolo di capitale e di debito, la loro corretta correlazione è valutata nel prospetto previsionale di Stato Patrimoniale.

Inoltre, il montaggio dell'operazione non poteva prescindere dall'individuazione dei rischi cui il Progetto è esposto e dall'allocatione degli stessi, ovviamente tradotti e soddisfatti nella redazione del PEF. In particolare, l'opportunità di ottenere il finanziamento deve rispettare le esigenze degli *stakeholders* rispetto all'esposizione al rischio ed i molteplici presupposti giuridici e le garanzie economico-finanziarie negoziate. Tutti i rischi sono stati considerati nella previsione, infatti l'impianto è stato innanzitutto assicurato per danni in fase di costruzione e di gestione. Nella previsione sono state altresì considerate maggiorazioni (*spread*) dei tassi d'interesse, su negoziazione con la Banca, che hanno dunque dato l'opportunità di non incorrere in variazioni dell'investimento, in rialzi imprevisi che potrebbero compromettere il costo del Progetto e, di riflesso, i flussi di cassa attesi. Inoltre, è stata prevista la costituzione di un fondo di riserva al servizio del debito, che assicura il servizio del debito per il semestre successivo fino a completamento del rimborso.

Al fine di accertare che il *mix* capitale/debito sia quello efficace, sono stati infine dedotti i flussi di cassa previsionali e su tale prospetto sono stati costruiti gli indicatori che hanno consentito di valutare da parte degli *stakeholders* la convenienza economico-finanziaria del Progetto.

Sia gli indicatori finanziari (*cover ratios*) che quelli economici hanno confermato la bancabilità e la redditività operativa del Progetto (Tavola 9): risulta infatti una distribuzione dei flussi di cassa coerente con le esigenze di recupero dei finanziatori. Nello specifico, dall'analisi risulta un DSCR medio di 1,26 (più elevato del valore minimo pari a 1,25) ed un LLCR medio di 2,33 (rispetto al valore minimo di 1,21). Dal punto di vista economico, il ritorno dell'investimento (TIR) *post tax* è stimato pari al

Tavola 8 – Il fabbisogno finanziario del Progetto e relativa copertura

Fabbisogno finanziario	€	%	Fonti di finanziamento	€	%
Tot. Investimenti diretti	20.597.000	83,5%	Equity e Quasi Equity	4.600.000	20%
Up Front Fee	401.570	1,6%			
Imposta sostitutiva	50.196	0,2%			
Interessi durante costruzioni	10.741	0,0%	Finanziamento senior	18.059.508	80%
DSRA	1.600.000	6,5%			
Totale fabbisogno finanziario	22.659.508	91,8%	Totale copertura fabb. fin.	22.659.508	
Fabbisogno di IVA	2.019.000	8,2%	Finanziamento IVA	2.019.000	
Totale	24.678.507	100%	Totale Fonti	24.678.508	

Fonte: prospetto impieghi-Fonti del Piano economico-finanziario del Progetto

9,5% e il Progetto risulta in grado di generare ricchezza (VAN pre e post tax, rispettivamente, di 11.949.734 € e 7.758.186 €); inoltre la gestione dell'impianto consente di recuperare le spese sostenute per gli investimenti nel tempo di 11 anni in riferimento ai mezzi propri e circa 9 anni per il Progetto, coerentemente alle necessità di gestione⁵.

Il ruolo del controllo nel caso Ecodelm S.r.l.

L'impianto fotovoltaico alla base del Progetto in esame è stato realizzato da Ecodelm S.r.l. ed attivato per la prima volta nel marzo 2012. Ciò consente il conseguimento di indubbi benefici, non solamente di natura economico-finanziaria (così come evidenziato dal PEF) e non esclusivamente a vantaggio dei soggetti variamente coinvolti nel Progetto stesso. Ad esempio, infatti, la produzione annua di energia dell'impianto, pari, almeno inizialmente, a 15,93 mln di kWh, permette di soddisfare il fabbisogno energetico di circa 4.000 famiglie, per di più evitando l'emissione nell'atmosfera di circa seimila tonnellate di anidride carbonica.

Se da un lato tali vantaggi non avrebbero potuto manifestarsi senza la realizzazione del Progetto, dall'altro, il Progetto stesso non si sarebbe concretizzato senza il contributo congiunto di una serie eterogenea di soggetti, i quali hanno potuto interagire e coordinarsi sulla base di un complesso *network* contrattuale, fondato a sua volta su di un articolato processo di pianificazione e controllo. Nel caso di Ecodelm, in particolare, la maggiore efficacia del controllo è stata assicurata dal ruolo svolto al suo interno dall'*advisor* finanziario, che ha guidato, coordinato, facilitato e controllato l'intero processo, garantendo ai vari *stakeholder* la veridicità e correttezza del PEF, ovvero la realizzabilità e la sostenibilità del Progetto.

Ancor più nello specifico, la progettazione e realizzazione del Progetto ha beneficiato soprattutto dell'adeguata gestione delle molteplici e variegate attività di pianificazione e controllo, che vanno a comporre un processo continuo ed iterativo, di cui il Piano economico-finanziario in precedenza

brevemente illustrato costituisce solamente l'*output* finale⁶.

Volendo sintetizzare e classificare gli effetti benefici apportati dal processo di pianificazione e controllo allo sviluppo del Progetto Ecodelm, evidenziando altresì il ruolo svolto al suo interno dall'*advisor* finanziario che ne ha personificato la funzione, possono essere individuati gli ambiti di seguito elencati e brevemente discussi, nonché rappresentati nella *Tavola 10*.

Apprendimento

Il processo di stesura del PEF ha innanzitutto consentito l'acquisizione di una maggiore consapevolezza imprenditoriale da parte dei vari soggetti coinvolti nell'operazione. In particolare, l'*advisor* finanziario ha elaborato in modo efficiente e veritiero il *knowledge* tecnico, legale, normativo, fiscale e contabile derivante dalla *Due Diligence* iniziale, in modo da tradurlo in dati quantitativi contenuti nel PEF, intorno al quale le attività si sono integrate e l'operazione strutturata; dall'analisi dei prospetti previsionali e degli indicatori economico-finanziari, gli *stakeholders* hanno potuto valutare la capacità del Progetto di soddisfare le loro aspettative nel futuro, la convenienza e la sostenibilità economico-finanziaria dello stesso, nonché la sua bancabilità, apprendendo anche le modalità attraverso cui poter incidere positivamente su tali aspetti o comunque limitare quanto più possibile gli eventuali fattori di rischio.

Comunicazione

Il PEF e gli altri documenti di controllo si sono posti alla base del dialogo fra i vari soggetti coinvolti nel Progetto, che hanno comunicato fra loro utilizzando il dato economico-finanziario quale linguaggio comune. La comunicazione, in particolare, è stata guidata dall'*advisor* finanziario che ha consentito e gestito principalmente il dialogo con:

- il fornitore/gestore, negoziando i termini dei rispettivi contratti, fissandone scadenze e corrispettivi;
- la Pubblica Amministrazione, ottenendo le opportune autorizzazioni e i contributi dal GSE;
- la banca finanziatrice, guidando l'operazione fino al *closing* finanziario.

Coordinamento e allineamento

È proprio il dialogo impostato sul PEF che ha consentito la negoziazione dei termini contrattuali e l'articolazione del *network* e delle relazioni tra le parti interessate alla realizzazione del Progetto. Gli interessi e gli obiettivi individuali dei vari

⁵ Per approfondimenti relativi ai vari indicatori economico-finanziari utilizzati nella valutazione della bancabilità e della redditività operativa di un progetto e nelle operazioni di Project Financing in particolare, si confronti: Fava C., 2004; Arezzini S., 2004; Barretta A., Ruggiero P., 2007.

⁶ Il requisito di iteratività (o circolarità) del processo di controllo è conseguenza del fatto che fra le varie fasi dello stesso vi sono legami e vincoli reciproci. Per esempio, il risultato operativo evidenziato dal piano economico parziale redatto per verificare la fattibilità economica del piano può portare a una revisione completa dello stesso, così come il piano degli investimenti, l'evidenziazione del fabbisogno finanziario e il piano di copertura dello stesso possono far modificare l'intero piano strategico.

Tavola 9 – La valutazione della sostenibilità e della convenienza del Progetto

Convenienza finanziaria			Convenienza economica		
DSCR	min	1,25 unità	TIR di progetto	pre-tax	11,60%
	medio	1,26 unità		post-tax	9,50%
LLCR	min	1,21 unità	VAN di progetto	pre-tax	11.949.734 €
	medio	2,33 unità		post-tax	7.758.186 €
			Mezzi Propri	11 anni	
			Pay Back Period	Progetto pre-tax	8,5 anni
				Progetto post-tax	9,5 anni

Fonte: Piano economico-finanziario del Progetto

interlocutori si sono fusi nel PEF, andando ad integrare l'obiettivo comune di Progetto. In tale contesto, l'*advisor* finanziario ha svolto un ruolo determinante nel fornire ai differenti *stakeholder* una maggiore assicurazione in merito all'equilibrata considerazione dei differenti interessi e allocazione dei molteplici rischi connessi alla specifica iniziativa.

Monitoraggio

Nel corso della gestione, sulla base del PEF, sarà possibile confrontare costantemente i risultati economico-finanziari effettivamente perseguiti con quelli previsti e gli *stakeholders* si accerteranno che la gestione avvenga nel rispetto dell'efficacia, efficienza ed economicità. Eventuali scostamenti rilevati potrebbero infatti compromettere l'equilibrio economico-finanziario e richiedere delle modifiche del modello e, sulla base dello stesso, la rinegoziazione dei termini contrattuali. In particolare:

- la banca avrà interesse che i pagamenti siano puntuali per capitale ed interessi e che siano rispettati i *covenants* finanziari fissati nel contratto di finanziamento e connesso contratto di capitalizzazione;
- gli *sponsor* saranno interessati al controllo della redditività e rendimento del Progetto, con il fine

di percepire i dividendi;

- sia la banca che gli *sponsor* saranno interessati a verificare che la realizzazione dell'impianto sia conforme alle ipotesi delle *performance* di produttività accolte nel PEF, che sia costruito nei tempi stabiliti e le manutenzioni avvengano secondo il programma fissato; in questo caso, infatti, la rilevazione di scostamenti potrebbero compromettere l'erogazione della tariffa incentivante dal GSE o comportarne una inferiore.

Bibliografia

- Arezzini S. (2003), «Il Piano Economico Finanziario mediante un'operazione di Project Financing», in A. Riccaboni (a cura di), *Acqua: fra incidenza sociale ed efficienza gestionale*, Il Ponte Editore, Firenze: pp. 270-282.
- Arezzini S. (2011), «Il Project Management», in C. Busco, E. Giovannoni, A. Riccaboni (a cura di), *Il controllo di gestione*, IPSOA, Milano: pp. 789-821.
- Barretta A., Ruggiero P. (2007), «La valutazione ex-ante delle iniziative di project financing nel sistema sanitario italiano: un'analisi empirica», in *Azienda Pubblica*, n. 3: pp. 465-487.
- Fava C. (2004), *Project Financing*, Il Sole24Ore, Milano.
- Gatti S., (2006), *Manuale del Project Finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di successo*, Bancaria Editrice, Roma.
- Scano D. (2006), *Il Project Financing: società e impresa*, Giuffrè, Milano.

Tavola 10 - Il ruolo del controllo nel caso Ecodelm

