

L'esperienza del Mediocredito Centrale



Gianluca Spani
Responsabile Oil & Gas
Project Finance Department
del Mediocredito Centrale

Il Mediocredito Centrale è l'unica banca italiana ad avere una "Project Finance Division" team, composto da oltre 25 persone, che agiscono facendo riferimento alle sotto-sezioni "Petrolio, Gas e Petrolchimico", "Elettricità", "Infrastrutture Telecomunicazioni e Ambiente".

Il Project Finance costituisce un'operazione di finanziamento in cui una specifica iniziativa economica, generalmente costituita ad hoc, viene valutata principalmente per le sue capacità di generare ricavi e dove i flussi di cassa, previsti dalla gestione, costituiscono la fonte primaria per il servizio del debito.

L'elemento distintivo di tali operazioni consiste nella circostanza che le prospettive rilevanti ai fini della valutazione delle capacità di rimborso del debito sono principalmente basate sulle previsioni di reddito dell'iniziativa finanziaria e non sull'affidabilità economico-patrimoniale dei promotori.

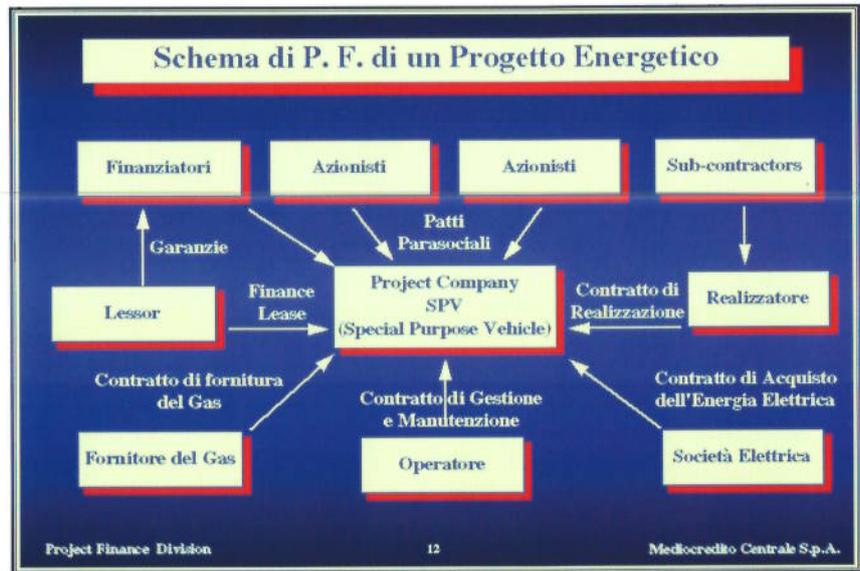
L'ambito di applicabilità è nei settori: Aeromobili, Ambiente, Energia, Infrastrutture, Petrolio e Gas, Petrolchimico, Siderurgico, Telecomunicazioni, Trasporti, Turismo.

I vantaggi per gli sponsor del Project Financing si evidenziano nella distribuzione/assicurazione dei rischi, nelle tecniche contabili, nell'alleggerimento della situazione debitoria, nei benefici fiscali, nel "leverage", nell'accessibilità alle fonti di finanziamento. Per contro, gli svantaggi consistono in maggiori costi (di implementazione, di assicurazione, relativi alle commissioni e così via), in maggiori controlli sul progetto, in tempi più lunghi.

Un'operazione in Project Finance si struttura partendo dall'analisi tecnica, economica e finanziaria del progetto per passare all'analisi e all'allocazione dei rischi, al fine di costruire il modello finanziario. Si procede quindi all'individuazione dei partners e alla stesura dei contratti. Dopo di che si arriva al Term Sheet, all'Underwriting e alla finalizzazione dei contratti di finanziamento.

L'ambito di applicabilità ha per parametri:

- a) la dimensione dell'iniziativa, che giustifichi l'impiego di competenze e di risorse finanziarie di una certa entità;
- b) promotori affidabili e con esperienza consolidata;
- c) settore industriale definito e, generalmente, con bassi rischi tecnologici;
- d) piani industriali già definiti.



I principali "equivoci" possono derivare in primis dai rischi di insuccesso del progetto, sopportati - pariteticamente - dalle banche e dagli sponsor. In secondo luogo dai rischi politici assunti dai finanziatori.

Passando a come si struttura l'organizzazione di un'operazione di Project Financing, si parte dall'*obiettivo dell'intervento*.

Che è: fornire un quadro delle attività necessarie per passare dall'idea di business" al "financial closing".

Ossia dalla concezione iniziale del progetto alla acquisizione dell'impegno definitivo da parte delle banche in ordine al finanziamento.

Va osservato che raramente i progetti da finanziare sono eguali e quindi, raramente, l'organizzazione di una operazione di Project Financing comporta le stesse attività.

Quasi sempre le attività richieste coinvolgono direttamente un grande numero di soggetti, ovvero tutti i soggetti che svolgono un ruolo significativo nell'arco della vita del progetto.

Conseguentemente i tempi richiesti possono essere anche molto lunghi (un fattore da tenere ben presente poiché, oltre che sul piano organizzativo, incide anche sui costi).

Il Project Financing si concretizza in un sistema equilibrato ed integrato di rapporti contrattuali fra tutti i partecipanti al progetto, sistema di cui il contratto di finanziamento costituisce solo una delle componenti.

Fra tutti i soggetti interessati alla realizzazione del progetto, uno (o più) di essi si fa carico di promuovere e coordinare gli approfondimenti e le negoziazioni necessarie per arrivare al finanziamento e alla realizzazione del progetto. Ovvero si assume il ruolo di *sponsor* dell'iniziativa.

Lo *sponsor* si fa carico, innanzitutto, di avviare una serie di verifiche di fattibilità tecnica, economica, giuridica, finanziaria dell'iniziativa, avvalendosi normalmente anche di una serie di consulenti specialistici, o *advisor* ad integrazione delle proprie competenze.

E' a questo punto che, normalmente compare sulla scena il FINANCIAL ADVISOR.

Il cui compito fondamentale, in questa prima fase, è di assistere lo sponsor nell'analisi della fattibilità finanziaria del progetto proposto.

Individuando - sulla base della propria esperienza - le possibili opzioni disponibili ai fini del finanziamento del progetto (evidenziando gli aspetti positivi accanto alle negatività).

A questo fine, diventa necessario che il FINANCIAL ADVISOR operi in stretto collegamento con gli sponsors e con gli altri advisors del progetto, che comprende - generalmente - fin da questa prima fase almeno un *technical advisor* ed un *legal advisor*.

I compiti previsti da un mandato di Financial Advisor comprendono normalmente:

1. Verifica delle assunzioni fondamentali del progetto in ordine agli aspetti tecnici, economici, giuridici e finanziari (entità e tempistica degli investimenti, costi di gestione, di approvvigionamento, prezzi e domanda di mercato, tassi di interesse, tassi di inflazione, tassi di cambio, eccetera);
2. Analisi dei rischi del progetto e allocazione degli stessi presso i soggetti meglio qualificati ad assumerli;
3. Analisi delle possibili fonti di finanziamento (banche, investitori, Export Credit Agencies, *multilaterals*, governi, amministrazioni pubbliche, eccetera) e delle relative condizioni di accesso (tassi, durate, garanzie, flessibilità, condizioni particolari, eccetera);
4. Realizzazione di un "*Financial Model*" ed effettuazione di analisi di percezione, rispetto a variazioni di determinate grandezze;
5. Realizzazione di un "*Preliminary Information Memorandum*".

Le attività appena descritte configurano quella che viene definita la *strutturazione* del progetto.

Si tratta di un processo che, normalmente, si sviluppa per approssimazioni successive, procedendo in parallelo alla individuazione (a volte attraverso procedure di gara) dei diversi soggetti partecipanti al progetto ed alla definizione dei contenuti generali dei diversi contratti.

Il "*Financial Model*" ed il "*Preliminary Information Memorandum*" costituiscono il risultato finale della fase di strutturazione del progetto.

Il "*Financial Model*" è un vero e proprio modello matematico su computer, a volte molto complesso, che simula il comportamento del progetto nel tempo.

Consente pertanto di analizzare l'evoluzione di flussi di cassa, conti economici, stati patrimoniali, piani di utilizzo e di rimborso dei finanziamenti, tassi di rendimento interno, indici di copertura del debito, eccetera. In relazione a diverse ipotesi di struttura finanziaria e a diversi valori delle principali variabili aleatorie, sia interne sia esterne al progetto.

Il "*Preliminary Information Memorandum*" (PIM) comprende, oltre al *Financial Model* e alla descrizione generale del progetto, anche le indicazioni dei soggetti partecipanti e dei contenuti dei contratti, con una evidenziazione della allocazione dei rischi del progetto.

Il PIM costituisce, normalmente, il punto di partenza per la negoziazione delle condizioni del contratto di finanziamento tra gli sponsors ed i potenziali finanziatori, ovvero per l'affidamento dell'incarico di "*arranger*".

Il compito primario dell'*arranger* è quello di mettere insieme un gruppo di istituzioni finanziarie, più o meno numeroso a seconda delle dimensioni e della complessità del progetto, le quali si impegnino a fornire, a determinate condizioni, i finanziamenti necessari alle società di progetto.

Tale gruppo di finanziatori, definiti - con terminologia inglese - "*underwriters*", non coincide necessariamente con il gruppo di banche che erogherà effettivamente i finanziamenti: fornisce tuttavia agli sponsors una ragionevole sicurezza sulla futura disponibilità degli stessi.

L'assunzione dell'impegno preliminare di finanziamento, ovvero l'*"underwriting"* del finanziamento, avviene sulla base di uno schema di contratto, il "*Term Sheet*", nel quale sono contenuti tutti i termini e le condizioni principali del contratto di finanziamento, inclusi i prezzi, nonché la lista delle condizioni sospensive al rispetto delle quali è subordinata l'erogazione dei finanziamenti.

Tali condizioni, pur variando da progetto a progetto, comprendono sempre quella di una soddisfacente trasposizione contrattuale degli obblighi delle parti, ovvero la "*satisfactory documentation*".

Dall'*"underwriting"* al "*financial closing*", ovvero la firma del contratto di finanziamento, può trascorrere un tempo più o meno lungo (indicativamente qualche settimana o qualche mese), a seconda della complessità del progetto e dei contratti.

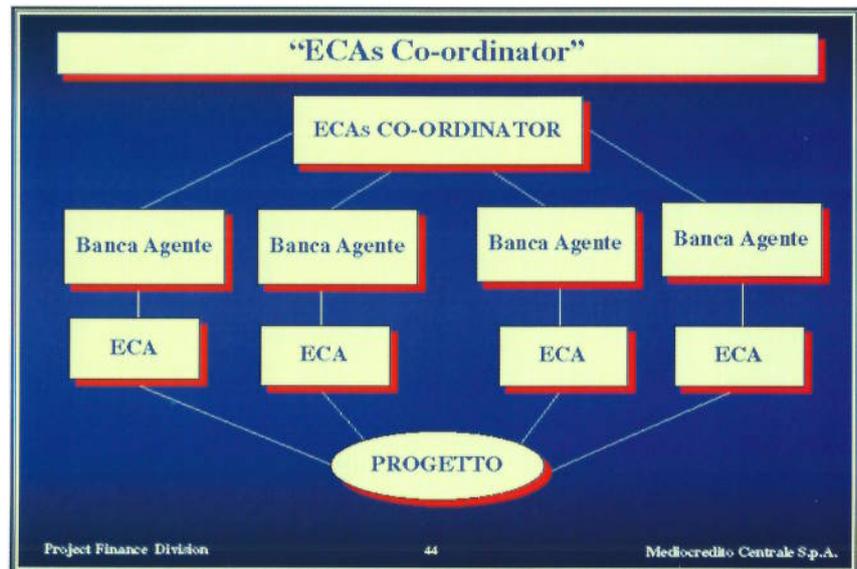
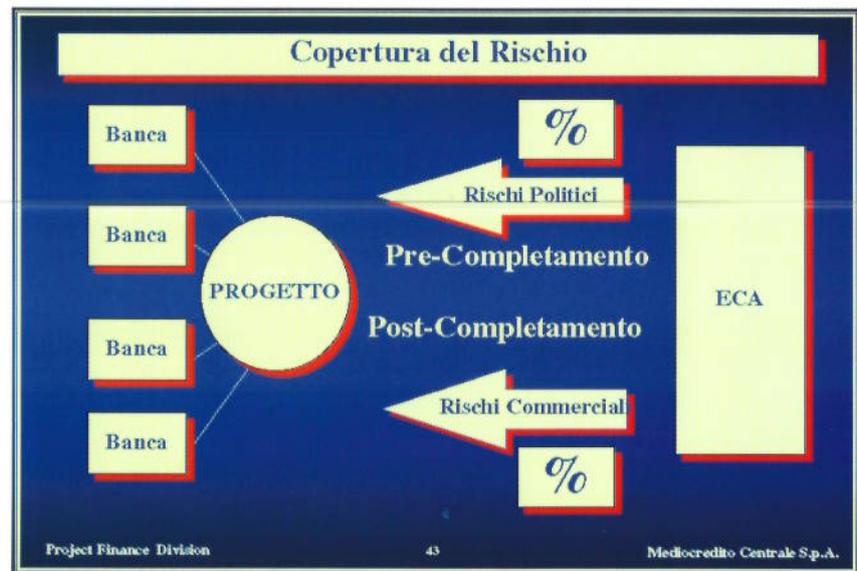
Il "*financial closing*" può inoltre essere preceduto (raramente) e seguito (più frequentemente) dalla fase di "sindacazione" dei finanziamenti, attraverso la quale gli "*underwriters*" suddividono i finanziamenti in quote più piccole, da distribuire ad un numero maggiore di banche.

Nel Project Financing le banche possono avere il ruolo di:

- Advisor
- Arranger
- Co-Arranger
- Agent
- Lead Manager
- Co-Lead Manager
- Underwriter
- Co-Underwriter
- Leader
- Global Coordinator
- Regional Coordinator
- Altri

Al "Financial Advisor" si richiede:

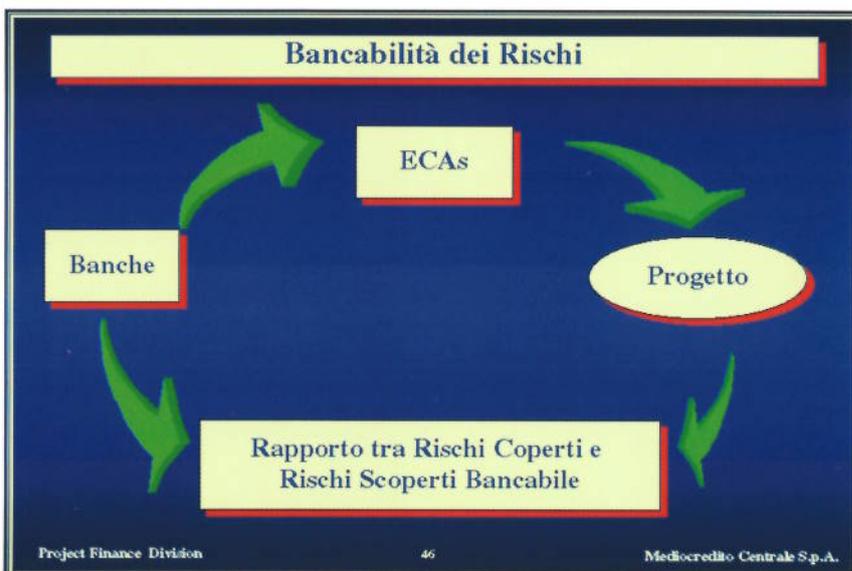
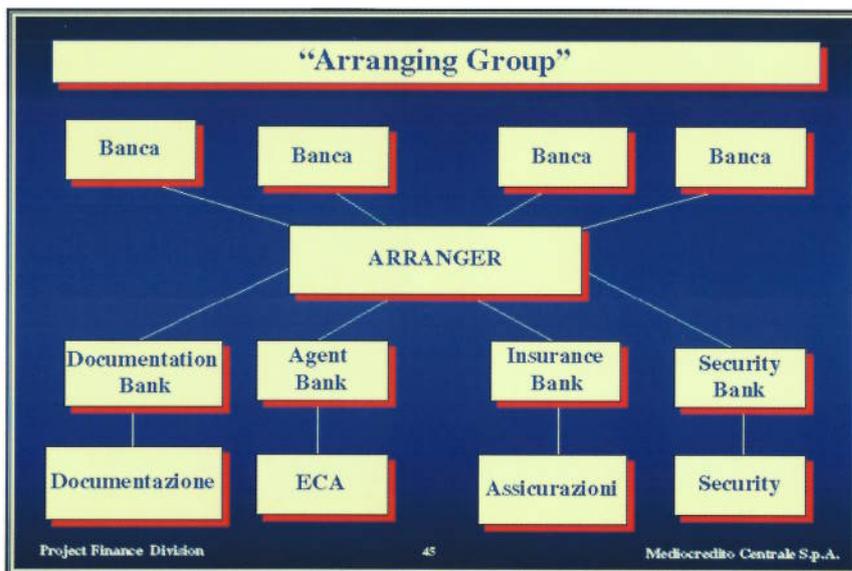
1. capacità di analisi del progetto;
2. conoscenza delle condizioni di mercato;



3. capacità di comprendere gli obiettivi;
4. creatività e determinazione;
5. individualità pronte per l'incarico.

Si sa che è l'equilibrio dei rischi a determinare la "bancabilità" dell'iniziativa. Rischi che vanno analizzati anche nella loro distribuzione, considerandoli nelle fasi di pre e post completamento, con l'aggiunta del "rischio Paese" e del rischio progetto. Si ferma l'attenzione sui rischi :

- di riserve nei giacimenti
- di fornitura
- di completamento
- tecnologici
- ambientali
- commerciali

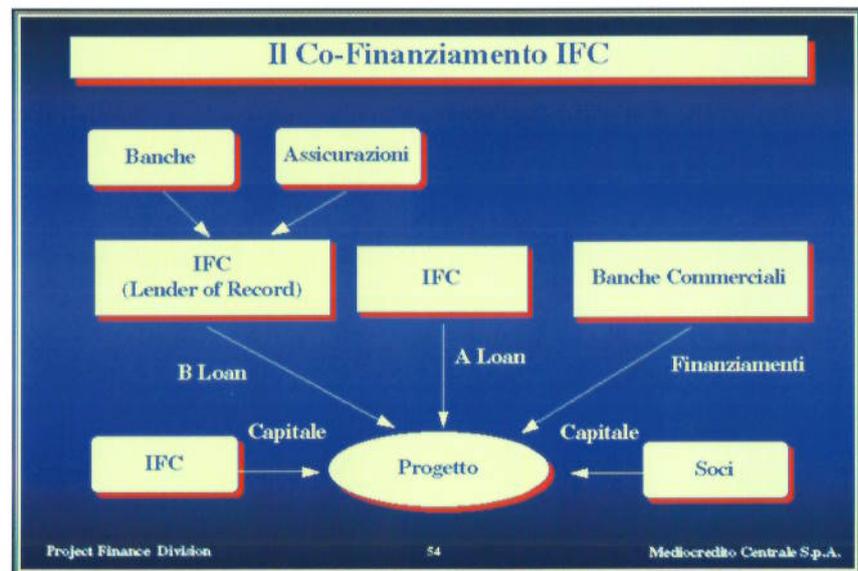


- assicurativi
- di tassi d'interesse
- di gestione

Senza dimenticare i rischi "di forza maggiore", ricercando strumenti di mitigazione del rischio di volatilità del prodotto durante il periodo di ripagamento.

Quanto agli ostacoli al finanziamento di operazioni di Project Financing vanno presi in considerazione:

- a) i rischi di riacquisto (Offtake/Sales);
- b) approvazione/rischio ambientale;
- c) rischio assicurativo;
- d) rischio di tasso d'interesse/cambio.

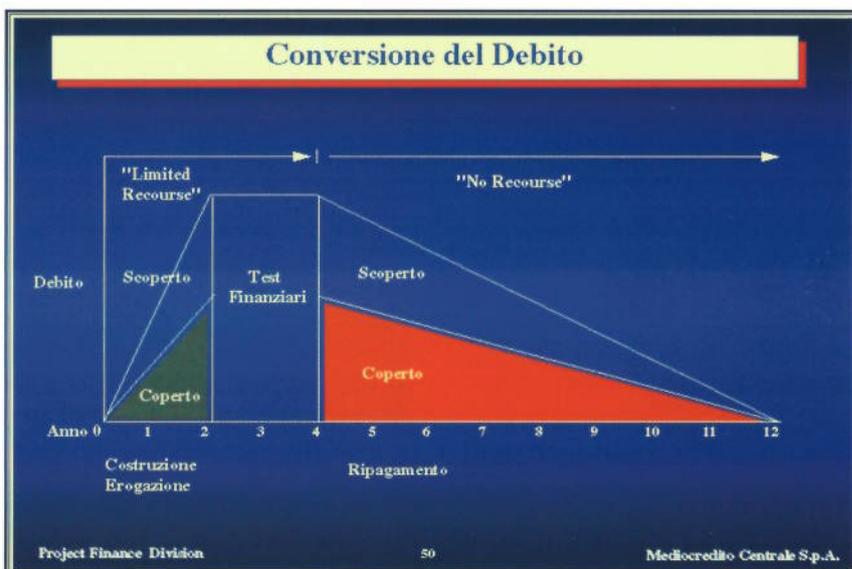
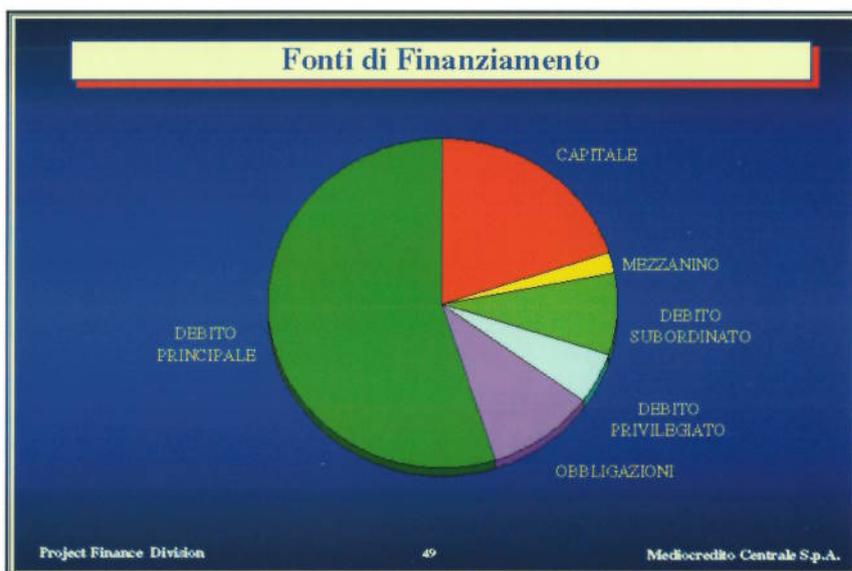


Bisogna pure considerare gli ostacoli al finanziamento di operazioni di Project Financing. Cominciando da quelli *non connessi* al Progetto.

Che vanno dalla limitata comprensione delle problematiche di natura bancaria (da parte dei partners) alla situazione generale relativa ai mercati finanziari, per arrivare alla "dimensione" del progetto stesso ed alla non percezione dei rischi connessi.

Passando agli ostacoli al finanziamento *connessi* al Progetto, possono consistere nei promotori stessi. O nei rischi di approvvigionamento/ fornitura; o in quelli di riserve/giacimenti. Per non parlare dei rischi tecnologici e di quelli operativi.

Le Export Credit Agencies hanno una loro validità come supporto. Il loro co-ordinamento consente di pervenire alla massi-



mizzazione della copertura, a risolvere problematiche di coordinamento e a agire nell'ambito dei termini e delle condizioni. Le loro coperture consentono di far fronte ai rischi politici, analizzando i requisiti delle Banche e delle Agenzie, e a quelli commerciali. Attraverso valutazioni della tempistica e della diversità di approccio. Come evidenziato nelle tavole riportate in queste pagine.

Il rapporto *"Weighted/Unweighted"* è fattore decisivo nello stabilire la cosiddetta *"bancabilità"* di un'operazione di finanziamento strutturata, poiché consente di misurare la quantità e la qualità del rischio a carico dei finanziatori ed ha dunque un impatto decisivo sui loro bilanci.

Quanto al *"Risk Spreading"*, ovvero a come viene distribuito il

rischio fra le diverse entità coinvolte nel Progetto, lo schema di pagina 52 sintetizza perfettamente la situazione.

Da considerare attentamente, sempre ai fini di una più immediata percezione, anche gli schemi che evidenziano le fonti di finanziamento e le tappe della conversione del debito.

E' dato di notevole appeal - per il pubblico di assicuratori - ricordare che, nel corso del più recente meeting dell'International Finance Corporation (che fa capo alla Banca Mondiale), è stato divulgato l'elenco dei primi quaranta - per importanza - enti finanziatori. Ebbene, fra questi quaranta, figurano ben sette compagnie assicuratrici.

L'ombrello dell'International Finance Corporation protegge i finanziatori del Project Financing contro i rischi politici ed il co-finanziamento vede impegnate Banche e Assicurazioni, secondo lo schema che viene qui proposto.

Principali Progetti		
Paese	Ammontare	Progetto
Italia	Lit 1.300 mld	API Energia - Cent.le Elettrica IGCC 280 MW
Italia	Lit 1.700 mld	Isab Energy- Cent.le Elettrica IGCC 512 MW
Italia	Lit 750 mld	Rosen - Centrale di Cogenerazione
Italia	DM 241,7 mln	Italpet - Impianto di Produzione di PET
Italia	Lit 40 mld	Centro Energia Comunanza- Bridge Loan
Colombia	US\$ 2.030 mln	Ocensa - Costruzione di un Oleodotto
Chile	US\$ 80 mln	Minera Yolanda - Sfruttamento Ris.ve Minerarie
Indonesia	US\$ 160 mln	PT KIA - Impianto per la prod. di Ceramiche
Pakistan	US\$ 1.711 mln	Hub River - Centrale Elettrica da 1200 MW
Argentina	US\$ 135 mln	Yacilec - Linea Elettrica
Qatar	US\$ 459 mln	Qafco - Impianto di fertilizzanti
Tailandia	US\$ 1.700 mln	Star Petroleum- Downstream Petrolifero

Project Finance Division 51 Mediocredito Centrale S.p.A.