

Capitolo 4

IL PIANO ECONOMICO E FINANZIARIO

Salvatore Santucci

4.1 Inquadramento metodologico

Gli imprenditori e manager si misurano quotidianamente con il flusso continuo di scelte d'investimento da effettuare in un contesto di forte incertezza che sembra precludere qualsiasi possibilità **pianificatoria** data la continua mutevolezza degli scenari. Infatti, e' ormai chiaro, a tutti gli operatori d'azienda, che l'equilibrio economico e finanziario dell'impresa, in un contesto di assoluta variabilità ed incertezza, deve essere inteso in senso dinamico e non certo statico, con la attenzione sempre rivolta alle dinamiche di mercato.

A ciò si aggiunge la complessità di combinare elementi non tra di loro convergenti bensì di trovare un mix ottimale di fattori ed esigenze tra di loro divergenti se non, talora, contrapposte.

Si è parlato a lungo, ad esempio, del conflitto tra l'esigenza di costruire una struttura finanziaria forte facendo ampio ricorso al capitale proprio per finanziare gli investimenti, che può configgere con la necessità di minimizzare il costo delle fonti di finanziamento.

Si parla spesso dell'obbiettivo strategico della crescita dimensionale che ha, però, in sé, se non ben governata, il rischio di introdurre fattori di complessità organizzativa che possono minare dall'interno l'efficienza di una formula imprenditoriale di successo.

Ed ancora, della necessità che il management capace debba prestare la massima attenzione in direzione della ottimizzazione degli investimenti che, tuttavia, non deve limitare la capacità di crescita futura dell'impresa e la possibilità stessa di entrare in business al momento non profittevoli, ma che potrebbero entro breve diventarlo.

E che dire, inoltre, dell'interrogativo strategico, in un contesto di continuo cambiamento del mercato, tra valorizzare le proprie competenze in altri contesti competitivi più adatti, oppure, al contrario, acquisirne delle nuove per adattarsi in logica evolutiva all'ambiente che cambia?

Non è possibile, poi, sottacere lo sforzo quotidiano del manager capace che, a fronte dell'esigenza di massimizzare il valore dei propri azionisti, deve modulare la propria forza negoziale per far sì che anche gli altri portatori d'interesse contribuiscano alla crescita e ne godano i frutti.

Ecco, quindi, il vero sforzo dell'imprenditore e del manager che, come l'equilibrista con il bilanciere su una fune sospesa nel vuoto, deve cercare di avanzare anche sotto la spinta di venti impetuosi.

Si è tentato, a più riprese, di definire in termini aziendali il concetto di fune, cioè individuare la sottile linea rossa che potesse indicare la strada da percorrere nell'era dell'incertezza. Taluni hanno parlato delle **visione** e **missione** come fari guida dei percorsi di sviluppo dell'impresa, ai quali ricondurre e condizionare le scelte strategiche ed operative. Altri ancora, più legati all'analisi degli aspetti organizzativi e culturali,

hanno proposto di sviluppare dei **temi** gestionali in grado di costruire organismi aziendali «geneticamente» più pronti a rispondere alle spinte selettive proposte dalle mutazioni ambientali. Altri, più legati alla cultura finanziaria, hanno proposto modelli più complessi individuando quale funzione obbiettivo la massimizzazione del valore dell'impresa per l'azionista nella speranza di definire un parametro sintetico in grado di dare un peso specifico a ciascuna scelta aziendale.

Lo schema proposto dalla finanza aziendale per guidare ogni scelta del management alla continua ricerca del difficile equilibrio tra esigenze contrapposte ed un mercato in evoluzione è sintetizzato in figura 1.0¹, che identifica una funzione obbiettivo (il valore per l'azionista) ed indica tre principi guida per il suo raggiungimento. Si tratta del definitivo superamento di modelli numerici di equilibrio basati sulla rilevazione di dati contabili ex-post che esprimono solo risultati del passato e poco o nulla dicono sulle potenzialità future dell'impresa².

La funzione obbiettivo, quindi il valore economico per l'azionista, si basa sul presupposto che nel lungo termine il vantaggio degli azionisti, misurato dai flussi di cassa disponibili per gli stessi, non possa essere disgiunto dal vantaggio degli altri portatori di interessi: clienti, fornitori, dipendenti, istituzioni, territorio, finanziatori.



¹ Cfr. Damodaran A., *Finanza Aziendale*, Apogeo p.2.

² Ci si riferisce ai contributi di A.Rappaport che ha evidenziato la «costituzionale miopia» di indicatori quali il R.O.I. (return on investment, dato dal reddito operativo/capitale investito) o R.O.E. (return on equity, dato da reddito netto/capitale investito netto).

Schema 4.1 *Massimizzare il valore dell'impresa*

Ciò non implica, tuttavia, un superamento del contrasto di interessi esistente tra le varie categorie di interlocutori aziendali. Anzi in qualche misura lo enfatizza, in quanto tali interessi nel breve termine non sono coincidenti. Un aumento di prezzi del fornitore contrasta con l'interesse del cliente ad ottenere il prodotto da trasformare o consumare a prezzi inferiori a parità di qualità. È, tuttavia, vero che nel lungo termine le due categorie debbono ritrovare reciproche convenienze, in assenza delle quali uno dei soggetti sarà chiamato ad assumere decisioni definitive e negative per l'altro interlocutore (ad es. per il fornitore cessare la fornitura od abbassare la qualità intrinseca del prodotto).

In tale approccio, pertanto, tutte le scelte che influenzano la redditività degli azionisti vengono lette nel lungo termine, incorporando perciò la reazione degli altri portatori di interessi.

Passando dall'approccio teorico a quello operativo il valore per gli azionisti è, quindi, definibile come la sommatoria dei flussi di cassa attesi attualizzati al costo medio ponderato del capitale con la seguente formula

$$V.E. = \sum_{t=1}^N \frac{fcfe_t}{(1+Ke)^t} + \frac{\text{Valore terminale}_t}{(1+Ke)^t}$$

Dove:

Ke = È il rendimento atteso dall'azionista³

fcfe = E' il flusso di cassa disponibile per l'azionista per ciascuno degli esercizi oggetto di osservazione e che sarà la risultante della sommatoria algebrica dei movimenti di cassa del periodo, generati dalle dinamiche gestionali (reddito ed autofinanziamento), dalle politiche d'investimento (fisso e circolante) e dalla gestione finanziaria (accensione e rimborso dei debiti).

Valore terminale = È la stima del flusso di cassa ritraibile alla fine del periodo analizzato dalla cessione dell'impresa, ottenuta con varie metodologie. In genere il valore terminale è il risultato dall'attualizzazione del flusso di cassa stimato al tempo n, per un periodo di tempo illimitato, al tasso $(ke - g)$; dove g è il tasso di crescita del fatturato ritenuto stabile.⁴

La definizione della funzione obbiettivo ci fornisce le leve per la massimizzazione del valore economico per gli azionisti. Infatti, si dovranno rispettare i seguenti principi:

- **principio di investimento** che suggerisce, in ottica di massimizzazione del valore degli azionisti, come investire in quei progetti con un rendimento atteso superiore ad una soglia minima di rendimento accettabile in relazione al rischio dello specifico investimento;

³ La definizione di rendimento per l'azionista sarà meglio trattata in seguito.

⁴ Il metodo del FCFE è anche conosciuto come metodo diretto in quanto consente di pervenire direttamente al valore del capitale netto dell'azienda sottoposta a stima.

I metodi **indiretti od unlevered (FCFF; free cash flow to firm)**, al contrario, sono quelli che partono dall'attualizzazione dei **flussi di cassa complessivi** disponibili generati dalla gestione e dalla variazione degli investimenti operativi senza considerare gli effetti dei debiti finanziari sia in termini economici – gli interessi – sia in termini di movimenti di cassa – le accensioni o riduzioni di debito finanziario.

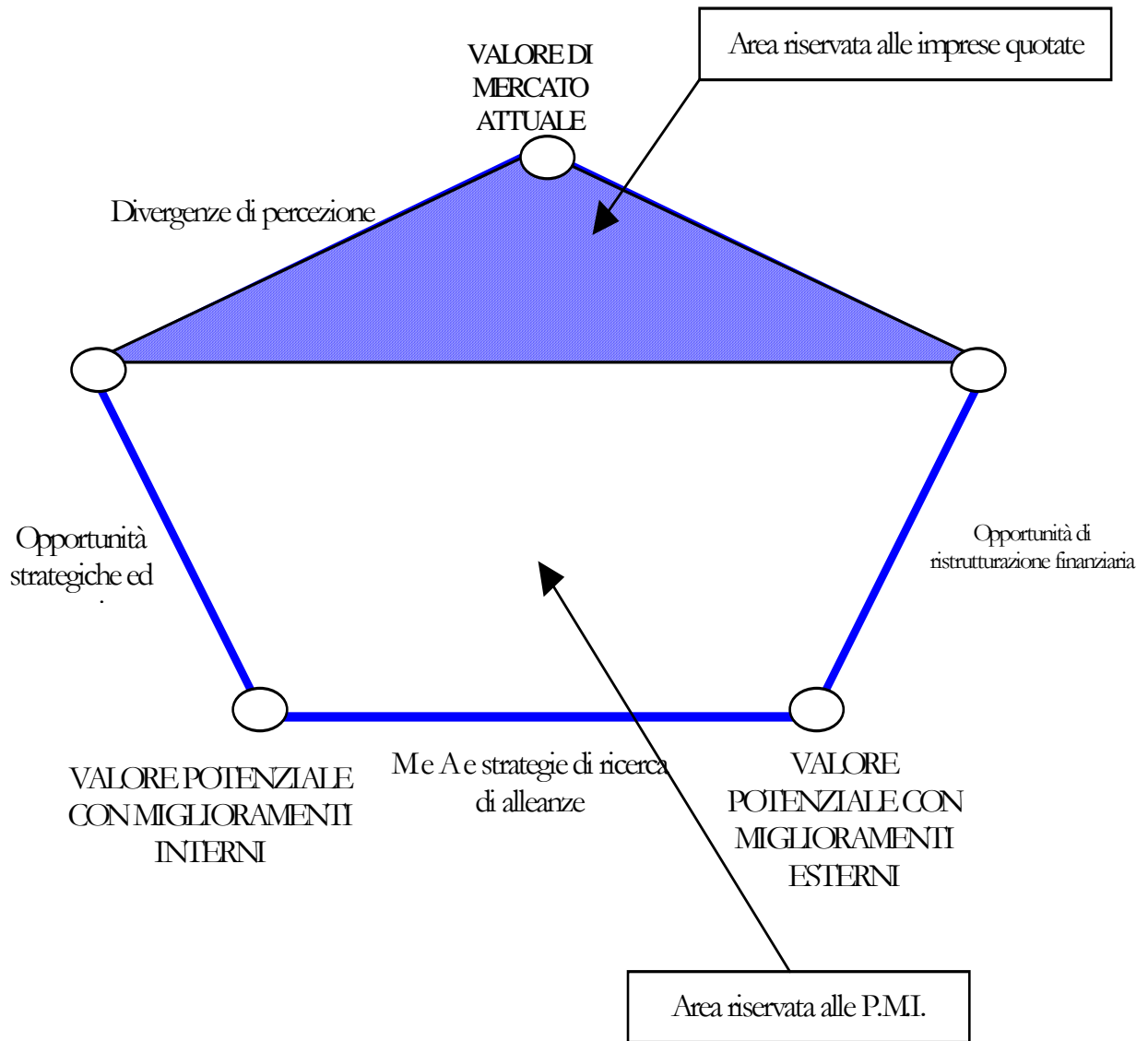
- **principio di finanziamento** che suggerisce, in ottica di massimizzare il valore per gli azionisti, di definire la struttura di finanziamento (D/E) in modo da minimizzarne il costo misurato dal costo medio ponderato del capitale (anche su questo punto si rinvia ad una più puntuale successiva trattazione);
- **principio dei dividendi** che suggerisce come restituire il denaro agli azionisti, nel caso in cui non fossero individuabili opportunità di investimento in grado di generare rendimenti superiori alla soglia di rischio minima.

La strumentazione proposta dall'approccio finanziario appare valida ed in grado di definire le coordinate all'interno delle quali ricercare con perseveranza le condizioni di un equilibrio dinamico dell'impresa. Se il costo del capitale aumenta, per esempio, occorre intervenire modificando il mix degli investimenti. Se l'interesse degli azionisti penalizza eccessivamente i fornitori occorre bilanciare, nel comune interesse, i rapporti di forza. Se la redditività del capitale è insufficiente occorre rimborsare il capitale agli azionisti per ridurre il costo delle fonti di finanziamento; tutto al fine di ripristinare un equilibrio nella struttura delle fonti di finanziamento contenendo, per questa via, il costo medio ponderato del capitale.

L'ottimizzazione della variabile obiettivo del valore per gli azionisti è il frutto dell'utilizzo razionale di tutte le leve gestionali e strategiche a disposizione del management: razionalizzazione delle risorse interne, ottimizzazione della struttura finanziaria, crescita per linee esterne attraverso l'implementazione di operazioni di combinazione tra imprese. La ricerca della massimizzazione è il percorso che si articola, perciò, per fasi sequenziali lungo il perimetro di un pentagono che può essere percorso più volte alla ricerca di equilibri sempre più alti (*figura 4.1*).

Ecco, quindi, l'esigenza di valutare ciascuna scelta strategica ed operativa in una ottica di medio lungo termine valutandone gli impatti sui flussi di cassa attesi. Il Piano Economico e Finanziario (in anglosassone Business-plan) è, pertanto, lo strumento operativo messo a disposizione del management aziendale dalle tecniche di Finanza Aziendale per la valutazione dell'impatto delle singole scelte del management sul valore per gli azionisti, quantificato come sommatoria dei flussi di cassa futuri. Di seguito ne verranno illustrate le modalità operative di predisposizione, nello specifico contesto di investimenti infrastrutturali di interesse pubblico, finanziati con capitali privati.

Figura 4.1 – Pentagono Mc.Kinsey



4.2 La valutazione degli investimenti in infrastrutture finanziati con il ricorso a capitali privati

Nell'attuale contesto nazionale, l'esistenza di una notevole disparità tra le risorse al momento disponibili ed il fabbisogno finanziario complessivo, connesso alla realizzazione di opere pubbliche, ha suggerito al legislatore la necessità di reperire risorse aggiuntive rispetto a quelle oggi disponibili. Negli ultimi anni, si è assistito alla crescita del livello di attenzione sulle possibili modalità di collaborazione fra settore pubblico e privato soprattutto per la realizzazione di infrastrutture di pubblica utilità. Ciò, non solo al fine di reperire risorse finanziarie aggiuntive, ma anche per finalità di natura più strategico-gestionale, quali a solo titolo esemplificativo:

- partecipazione del settore privato in tutte le fasi della progettazione e realizzazione dell'infrastruttura e dell'erogazione dei relativi servizi, usufruendo dello specifico know-how maturato dall'impresa privata;
- ottimizzazione dei costi globali per il settore pubblico;
- condivisione dei rischi tra settore pubblico e privato, identificando i soggetti più idonei a sopportarne gli effetti.

Tutto ciò in un contesto nel quale deve essere rispettata la trasparenza e tutelata la concorrenza nella gestione delle procedure di gara. I vantaggi che ne derivano nel lungo termine si dovrebbero, perciò, esprimere nell'incremento del potenziale di dotazione infrastrutturale a parità di risorse pubbliche impegnate.

A tale risultato ha contribuito in modo decisivo la diffusione del cosiddetto "project financing".

Come esposto nel *Capitolo 2* del presente lavoro, nelle operazioni di Project Financing il soggetto privato, nella sua veste di concessionario, consegue i proventi derivanti dalla gestione, che sono strumentali alla copertura dei costi di realizzazione dell'infrastruttura e di gestione ed alla remunerazione dell'attività svolta.

La Pubblica Amministrazione può partecipare finanziariamente all'operazione, attraverso la corresponsione di una quota di prezzo, per garantire il raggiungimento dell'equilibrio economico e finanziario dell'investimento.

L'analisi economica e finanziaria assume caratteristiche diverse in funzione della sua collocazione nell'ambito del processo di definizione e valutazione delle alternative di investimento nelle infrastrutture. Essa ha lo scopo di fornire, pertanto, indicazioni quantitative necessarie alla valutazione della convenienza economica e della sostenibilità finanziaria del progetto di investimento sia per il soggetto privato, nella duplice veste di promotore o finanziatore, che per il soggetto pubblico.

In particolare, per il **soggetto pubblico** nella fase di **pianificazione** ha origine il processo di definizione e valutazione delle alternative di investimento. Tale fase è caratterizzata da un livello di dettaglio tipico delle analisi di prefattibilità in cui l'analisi finanziaria, intesa come traduzione in termini monetari dei piani strategici da delineare, viene rimandata a successivi momenti di approfondimento.

La fase di **programmazione** (come più ampiamente trattata nel *Capitolo 2*) si differenzia dalla fase di pianificazione per la sua collocazione nell'ambito degli **studi di fattibilità** e per la sua diretta dipendenza dal processo di valutazione dell'investimento

In questa fase, l'Ente determina, in base alla risultanza di un'analisi costi-benefici, la convenienza alla realizzazione di una operazione di project financing basata sull'impostazione e sullo sviluppo di un modello economico-finanziario al fine di verificare l'effettiva praticabilità dello strumento applicato.

In tale fase la valutazione dell'iniziativa, nell'ottica del potenziale generico investitore, non può che essere caratterizzata da forti elementi di astrazione. Infatti, la valutazione da parte dell'Amministrazione delle condizioni di redditività dell'investimento sono il frutto di valutazioni tratte, al meglio, dal ricorso a dati macroeconomici, dinamiche della domanda e del costo dei fattori produttivi, limitato a dati medi di comparto in termini di struttura dei costi industriali e di prezzi di vendita. In altri termini, in questa fase, viene effettuata una verifica di non fattibilità nel senso di valutare se esistono, con l'angolo visuale della Pubblica Amministrazione, condizioni economiche di scenario e di comparto che possano escludere l'interesse di imprese private all'impegno di capitali nell'iniziativa. Del resto, appare assai difficile che il soggetto pubblico possa opportunamente valutare la reale convenienza per l'impresa privata che deve valutare l'iniziativa in ragione di numerosi fattori in parte dipendenti da condizioni di scenario, ma in parte assai importanti dalla propria organizzazione di business.

Ecco, quindi, che il legislatore riversa sull'imprenditore, nella sua veste di promotore, l'onere di predisporre il Piano Economico e Finanziario e pertanto, di valutare la convenienza e fattibilità dell'iniziativa in termini di **capacità di creare effettivo valore per i propri azionisti**. Infatti, tale valutazione non può che essere fatta nell'ottica della specifica impresa, che potrà soppesare i propri punti di forza e di debolezza rispetto allo scenario di riferimento in termini di dinamiche competitive che interessano il comparto.

Tuttavia, la norma non attribuisce al Piano elaborato dall'impresa solo valenza interna, ma lo assume come strumento per valutare compiutamente la qualità del progetto di gestione, dal quale l'investitore trarrà le risorse per rientrare dall'investimento. Infatti, il Piano Economico e Finanziario non rimane atto interno all'impresa, ma costituisce **materiale essenziale per la proposta**, imponendone la relativa **asseverazione** da parte di soggetti indipendenti (società di revisione o istituti di credito).

In tal senso, il Piano Economico Finanziario diventa un indispensabile strumento messo sul tavolo dell'Amministrazione, al pari del progetto preliminare⁷ e alla bozza di convenzione⁸, perché la stessa si possa esprimere sulla qualità complessiva dell'iniziativa e della proposta del Promotore. Non solo, ma il piano diverrà la **cartina di tornasole** sulla base della quale valutare la reale praticabilità per l'impresa privata di richieste nascenti dall'Amministrazione in sede di fase negoziale. Infatti, esso dovrà essere riaseverato nel caso in cui alcune richieste avanzate dall'Amministrazione, incidano su elementi economico-finanziari.

Si pensi alla legittimo interesse dell'Amministrazione di ottenere miglioramenti nella struttura dell'Opera atti a garantirne un migliore durata ed un più efficiente sfruttamento, anche dopo il termine della Convenzione, con ciò "imponendo" un maggiore

⁷ Il progetto preliminare dell'Opera consente all'Amministrazione di valutarne le caratteristiche tecniche strutturali, ed architettoniche definendo nel contempo gli oneri di gestione e della manutenzione ordinaria e straordinaria...

⁸ La bozza di convenzione raffigura le modalità con le quali saranno regolati i rapporti tra amministrazione concedente e concessionario

investimento iniziale. Oppure, all'esigenza dell'Amministrazione di ridurre la propria compartecipazione finanziaria all'investimento con la corresponsione di una quota di prezzo e l'interesse ad ipotizzarne una erogazione più diluita nel tempo. Tutte scelte che hanno un impatto non marginale nelle dinamiche dei flussi di cassa stimati per l'iniziativa. Tutte esigenze legittime al pari di quella del Promotore di massimizzare il rendimento dell'investimento.

Il Piano Economico e Finanziario diviene, pertanto, la stella polare che deve guidare le parti nella definizione ottimale dell'evidente conflitto di interessi, la cui composizione non può essere lasciata ad un terreno meramente negoziale che poco si addice alla realizzazione di progetti infrastrutturali di rilevanti dimensioni e di durata ultra pluriennale, nei quali sono coinvolti interessi pubblici primari e rilevanti capitali privati. Il confronto tra Amministrazione e promotore, se assume l'ottimizzazione dei risultati del Piano Economico e Finanziario, si sposterà su un terreno alto di mediazione dove l'obiettivo primario della fase di confronto con il/i promotore/i, preliminare alla pronuncia del pubblico interesse, dovrebbe essere finalizzata alla puntuale messa a punto dell'iniziativa mediante il confronto tra parte pubblica e privata con la principale finalità di realizzare non la spartizione di una torta data, i flussi di cassa futuri, quanto quello di un ampliamento della torta, il valore economico dell'opera, all'interno del quale le singole parti possono trovare più alti livelli di convenienza⁹.

Altra funzione essenziale del Piano Economico e Finanziario, nell'ambito delle operazioni di finanzia di progetto, è quella connessa al reperimento delle risorse finanziarie necessarie all'investimento iniziale ed alla sua gestione. Come noto è, nelle operazioni di finanzia di progetto, il rimborso dei rilevanti debiti contratti per finanziare l'Opera da parte del Concessionario trae la sua copertura e garanzia dai flussi di cassa attesi del progetto. Si tratta, infatti, in gran parte di finanziamenti "non recourse" cioè che non implicano la garanzia diretta dell'impresa concessionaria, che, se coinvolta con proprie garanzie dirette, si vedrebbe assordire gran parte delle proprie autonome capacità d'indebitamento distraendo, perciò, risorse dalla gestione delle attività *corporate*¹⁰.

D'altra parte si tratta spesso di iniziative nelle quali il ricorso alla leva finanziaria¹¹

⁹ La lettura può sembrare illuministica ed utopica. A giudizio di chi scrive si stanno, tuttavia, sempre di più diffondendo nella fase **preliminare alla dichiarazione di pubblico interesse, atteggiamenti proattivi delle parti orientati a trovare le soluzioni ottimali** atte all'ottimizzazione dell'iniziativa e dei flussi di cassa ad essa connessa. In tal senso il ruolo del Piano Economico e Finanziario diviene strumento maieutico per al comprensione da parte di tutti i soggetti coinvolti delle variabili critiche dell'iniziativa.

¹⁰ La normativa, consapevole dell'esigenza di creare una separazione di risultati e rischi tra impresa concessionaria ed indebitamento per la realizzazione dell'Opera, ha previsto la facoltà riservata al Concessionario, di costituzione di una società veicolo alla quale affidare la realizzazione dell'Opera e la sua successiva gestione e che, pertanto, sarà il soggetto giuridico che contrarrà l'indebitamento concedendo le autonome garanzie.

¹¹ Si definisce leva finanziaria il rapporto prescelto dal debitore, tra debito finanziario e capitale proprio, indicato generalmente da D/E (Debt/Equity). Come noto l'innalzamento della leva finanziaria, cioè il maggiore ricorso al debito, ottiene l'effetto di contenere il costo medio ponderato del capitale, il che, in condizioni di adeguata redditività degli investimenti, consente di innalzare il valore del progetto per gli azionisti. E' evidente che i livelli di leva finanziaria debbono essere accettati e condivisi dai creditori che, in caso contrario, innalzerebbero il costo del debito per il maggiore rischio percepito con ciò ottenendo l'effetto opposto a quello auspicato, cioè di aumentare il costo medio ponderato del capitale. Rispetto ad una iniziativa privata, come per esempio, la creazione di una nuova impresa o lo sviluppo di un nuovo business, ove si richiede un importante apporto di equity, nelle iniziative in project finance, grazie alla struttura societaria della SPV, la leva finanziaria è particolarmente spinta. La realizzazione dell'intervento, infatti, è posta in carico ad una cosiddetta società veicolo contenente nel proprio patrimonio soltanto il progetto e, pertanto, l'erogazione del finanziamento prescinde dai requisiti economico-finanziari dell'impresa necessari invece ad un generico finanziamento corporate e si basa invece sulla capacità del progetto in questione di generare flussi di cassa sufficienti al rimborso del debito ed alla remunerazione dell'investimento. Le garanzie prestate agli istituti di credito, infatti, non sono di natura reale ma essenzialmente risiedono nella bontà del progetto. L'operazione di project è attuata dal proponente tramite la costituzione di una società definita di progetto SPV, che realizza una separazione economica e giuridica tra l'iniziativa in oggetto ed il resto delle attività dell'impresa proponente. In questo caso eventuali situazioni di crisi dell'impresa proponente, non potranno, perciò, incidere sul progetto.

spinta spesso non solo è un'opportunità di creazione di valore per gli azionisti, ma, frequentemente, costituisce una necessità strutturale per rendere fattibile l'iniziativa non in grado di sostenere rilevanti oneri del capitale proprio, che dovrebbero trasformarsi, per esempio, in regimi tariffari non accettabili per l'utenza ed oneri per l'Amministrazione non compatibili con l'equilibrio finanziario dei propri bilanci.

E' evidente, pertanto, che proprio la natura dell'operazione impone al Concessionario di proporre, agli istituti di credito interessati, il Piano Economico e Finanziario che costituisce il **documento essenziale per verificare la bancabilità** dell'operazione di finanziamento che non potrà usufruire di garanzie corporate e che spesso non sarà supportata neppure da garanzie reali, in quanto è frequente che l'Opera venga realizzata su terreni in diritto di superficie con evidente ridotto valore cauzionale dello stesso bene, anche nell'ipotesi di disponibilità dell'Amministrazione a consentire l'iscrizione, sul diritto superficiario, di garanzie reali a favore di terzi¹².

4.3 Struttura e modalità di redazione del Piano Economico e Finanziario

In termini strettamente operativi, il Piano Economico e Finanziario è il documento che contiene gli elementi di natura economica e finanziaria su cui si basa l'iniziativa di project financing nel quale vengono descritte le modalità con cui il progetto genera flussi finanziari ed economici necessari per la copertura dei costi di gestione, il rimborso del prestito e la distribuzione di dividendi agli azionisti.

Il Piano, composto tipicamente di due parti, una **descrittiva (Vedi figura n. 4. 2)** delle ipotesi di base e dei risultati attesi e l'altra **numerica** riportante la tabella di elaborazione per ciascun anno di previsione. Il procedimento di elaborazione di un Piano Economico e Finanziario è tipicamente **iterativo**, in quanto partendo ad alcune ipotesi di base vengono simulati differenti scenari ed opzioni in termini di struttura dei costi e dei finanziamenti, realizzando una progressiva ottimizzazione dei risultati. Il modello elaborativo risponde essenzialmente allo *schema 4.2* e si avvale, in genere, del supporto di un software appositamente predisposto con il quale poter agevolmente procedere alle numerose rielaborazioni che si renderanno necessari in sede di confronto con l'Amministrazione ed i soggetti finanziatori nella fase preliminare, e, successivamente, nella fase di realizzazione e gestione per verificare gli scostamenti rispetto alle previsioni¹³.

¹² Il tema delle garanzie per il finanziatore di opere di pubblico interesse, è affondato all'Art. 190 del Decreto legislativo 12 Aprile 2006, n163, che prevede a favore dello stesso un privilegio generale sui beni mobili del concessionario ai sensi dell'Art. 2745 del Cod.Civ.

¹³ Durante la fase di **esecuzione** dell'opera, il monitoraggio degli investimenti e dei costi di costruzione ed il sistematico confronto con quanto ipotizzato a business plan, limita di fatto il grado di aleatorietà del progetto stesso. Al variare delle condizioni di base o al sopraggiungere di nuovi eventi è quindi opportuno rivedere il piano di progetto, formulare nuove ipotesi di crescita e calcolare l'impatto delle nuove variabili.

Durante la fase di gestione, è importante effettuare l'analisi degli scostamenti con quanto ipotizzato a business plan e prevedere dei rolling budget periodici. Questo modo di operare permette sia di verificare costantemente il ritorno dell'investimento e la capacità del progetto di remunerare il debito, sia la possibilità di mettere in atto, se ancora possibile, eventuali misure correttive.

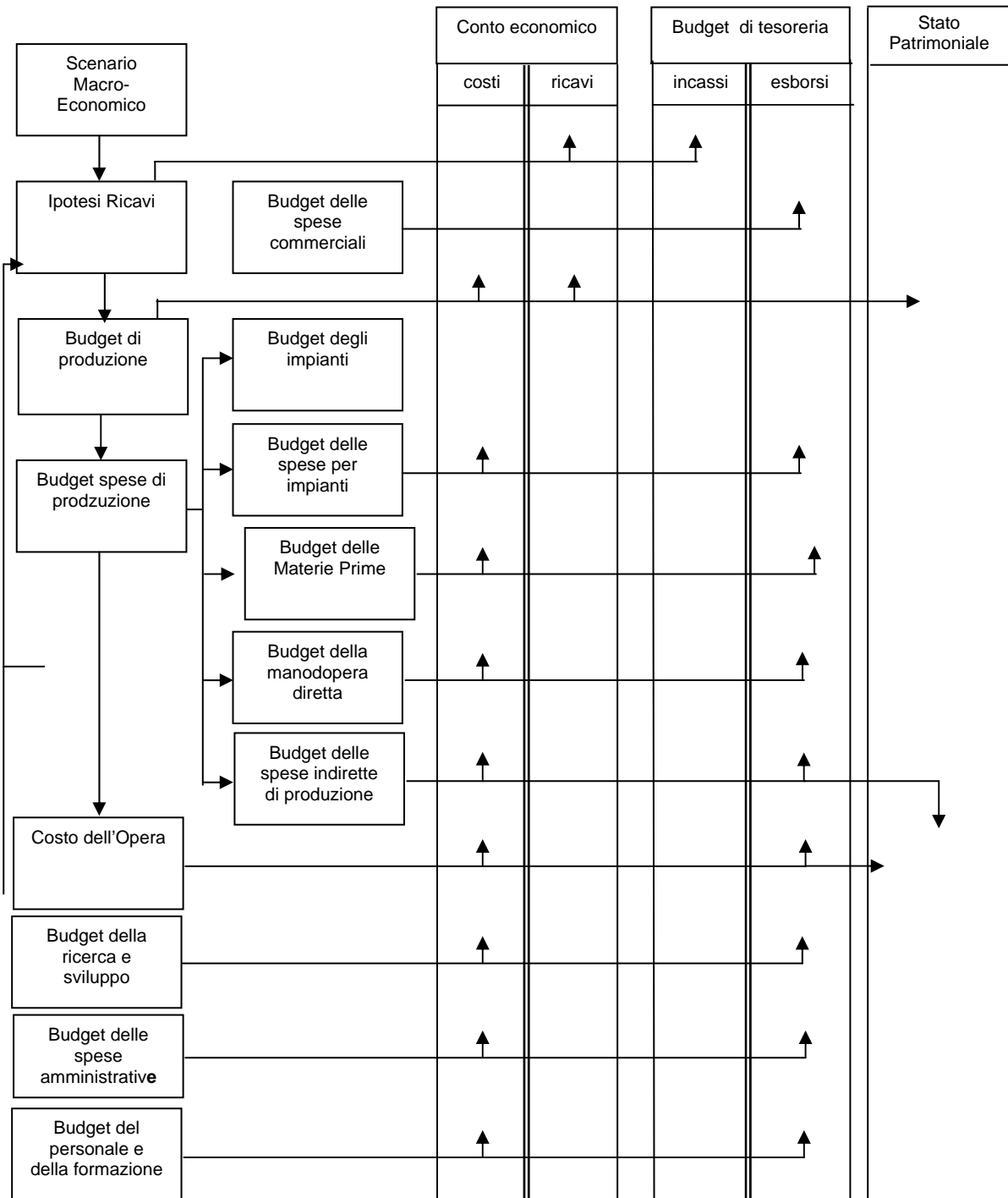
INDICE

1. PREMESSA METODOLOGICA
 - 1.1 Metodologia applicata

 2. IL PROGETTO IN SINTESI
 - 2.1 Descrizione dell'opera e degli investimenti
 - 2.2 Struttura organizzativa dell'iniziativa
 - 2.3 Timing dell'iniziativa

 3. LE IPOTESI ASSUNTE A BASE DELL'ELABORAZIONI NUMERICHE
 - 3.1 Lo scenario macroeconomico
 - 3.2 La fiscalità
 4. LE IPOTESI DI RICAVO
 - 4.1 Ricavi della gestione
 - [4.2](#) Canone di locazione verso terzi
 - 4.3 Altri ricavi
 5. I COSTI DI GESTIONE
 - 5.1 Ammortamenti
 - 5.2 Manutenzioni
 - 5.3 Assicurazioni e garanzie
 - 5.4 Costi del personale
 - 5.5 Altri costi industriali
 - 5.6 Spese generali
 6. LE IPOTESI DI COPERTURA DEI FABBISOGNI FINANZIARI
 7. RISULTATI DELLE PRIME ELABORAZIONI
 - 7.1 Andamento della redditività caratteristica e netta
 - 7.2 Il cash-flow dell'investimento e della gestione
- La valutazione di redditività. Il VAN ed il TIR di Progetto

Figura. 4.2 Piano Economico e Finanziario (Indice Parte Descrittiva)



Schema 4.2 : Dati di input e logica elaborativa

Il piano economico è redatto attraverso la definizione di ipotesi **endogene**, come i ricavi, in termini di volumi prezzi o tariffe, di costi fissi, variabili o di struttura, di tempi di realizzazione dell'opera, struttura delle fonti di finanziamento, di eventuali contributi pubblici al progetto ed **esogene**, come le ipotesi inflazionistiche, le variabili finanziarie, tassi di interesse, tassi di cambio, il regime fiscale¹⁴. La previsione di tali variabili va,

¹⁴ L'esatto inquadramento del regime fiscale, in termini di imposte e tasse, costituisce un elemento saliente ai fini della elaborazione del Piano, non privo di punti di elevata criticità ed opinabilità. È frequente, infatti, acquisire opinioni divergenti e non definitive su temi

comunque, collocata all'interno degli scenari di riferimento del sistema economico, anche in considerazione della durata dei progetti.

Particolare importanza assume la fase di **start-up** e di pianificazione dell'investimento caratterizzata dalla presenza di notevoli esborsi rappresentati dagli investimenti necessari per la realizzazione dell'opera. In tale fase i flussi di cassa sono fortemente negativi ed occorre prevedere modalità di copertura del fabbisogno attraverso debito ed equity. Solo dopo la realizzazione dell'intervento e l'avvio della fase della gestione, l'iniziativa riesce a generare i primi ricavi necessari al rimborso del debito e alla remunerazione del capitale di rischio. Particolare attenzione nella fase iniziale di start-up dovrà, quindi, essere dedicata alla quantificazione degli investimenti sia intermini **materiali** - l'Opera - ma anche per i rilevanti costi **immateriali**, che, a solo titolo esemplificativo, possono esser sintetizzati in: spese per la presentazione della proposta¹⁵; spese generali nella fase di realizzazione (riferibili al coordinamento del progetto, alle spese amministrative della società veicolo); spese di costituzione della società veicolo; spese riferite alla sottoscrizione dei contratti di finanziamento (imposta sostitutiva; arrangement fee¹⁶; commitment fee¹⁷) o le assicurazioni e garanzie contratte per la presentazione della proposta e per la realizzazione dell'Opera.

Voce di assoluto rilievo è costituita, inoltre, dagli interessi passivi della fase di realizzazione che verranno calcolati in ragione della durata prevedibile dei lavori e delle dinamiche finanziarie della fase di costruzione. Tal voce di costo, in genere imputata nei bilanci d'esercizio¹⁸ sul valore dell'investimento materiale, può costituire in uno scenario di tassi crescenti un importo pari al 10/15 per cento del costo totale dell'Opera.

L'esatta quantificazione dell'investimento impone, perciò, la puntuale e realistica definizione del **timing** della fase di realizzazione in ragione del quale dovranno essere calcolati molti degli oneri immateriali componenti l'investimento iniziale. Occorre rilevare che alcuni oneri sono sostenuti dal Promotore fin dalla fase di presentazione della proposta, per cui, ai fini della elaborazione del Piano Economico e Finanziario sarà necessario tenere in considerazione anche gli esercizi riferiti alla fase preliminare alla sottoscrizione della Concessione, comprendenti, perciò, i tempi necessari all'espletamento delle procedure di gara (dichiarazione di pubblico interesse, selezione dei competitori, aggiudicazione e sottoscrizione della Convenzione).

Definite tali ipotesi si passa alla redazione del Piano Economico e Finanziario attraverso la costruzione di conti economici e, stati patrimoniali e flussi di cassa per tutti

quali l'aliquota IVA alla quale assoggettare l'intervento finanziario dell'Amministrazione in conto prezzo; oppure, l'assoggettabilità all'ICI delle superfici realizzate; oppure, ancora, la deducibilità di oneri finanziari su finanziamenti apportati dal socio od ottenuti con la garanzia del socio, alla luce della recente normativa anti-elusiva nota come thin-capitalization".

¹⁵ L'esatta quantificazione di tale voce di spesa è richiesta in sede di presentazione della proposta in quanto la normativa prevede che, qualora il promotore non risulti concessionario dell'opera, al termine della fase di aggiudicazione esso abbia titolo al rimborso, da parte della impresa aggiudicataria, delle spese sostenute nella presentazione della proposta nei limiti del 2,5 % del costo dell'opera.

¹⁶ È la commissione che viene riconosciuta al soggetto che ha provveduto, per conto del debitore, ad organizzare l'operazione di finanziamento coinvolgendo altri finanziatori con i quali condivide il rischio dell'operazione.

¹⁷ È la commissione che viene riconosciuta al finanziatore al fronte del suo impegno a mettere a disposizione i fondi per un periodo di tempo predefinito in modo che il debitore li possa utilizzare a fronte ed in ragione del maturare delle proprie necessità.

¹⁸ Come noto i principi contabili nazionali ed internazionali consigliano, in sede di redazione del bilancio d'esercizio, di capitalizzare sul cespite tutti gli oneri necessari alla sua messa in funzione in considerazione del principio generale di competenza per cui i costi debbono essere sospesi fino al momento in cui non realizzano i relativi ricavi.

gli anni nei quali il soggetto promotore è chiamato ad impegni finanziari finalizzati alla specifica iniziativa¹⁹.

Il processo elaborativo può essere suddiviso in tre fasi che si svilupperanno in logica sequenziale ed iterativa:

1. Quantificazione e trasposizione negli schemi di bilancio e nel flusso di cassa operativo dei valori connessi alla costruzione e gestione del progetto;
2. Quantificazione e trasposizione negli schemi di bilancio e nel flusso di cassa netto dei valori inerenti la dinamica finanziaria dell'investimento;
3. Calcolo degli indici per l'analisi della convenienza economica e della sostenibilità finanziaria.

La **prima fase** viene sviluppata a partire da una serie di passaggi indispensabili:

- a) **Determinazione dei parametri macro-economici** di riferimento, tra i più significativi si individuano: il tasso di inflazione atteso, definito annualmente, lungo l'intero arco previsionale considerato e l'andamento dei tassi di interesse che andranno ad incidere sul costo delle fonti di finanziamento;
- b) Programma **degli investimenti e degli interventi di manutenzione straordinaria**, da cui si valuteranno: il valore degli investimenti sia a livello complessivo che a livello disaggregato (opere civili, opere impiantistiche, espropri, ecc.); quantificazione degli oneri totali relativi alla manutenzione straordinaria; ripartizione temporale degli importi individuati seguendo l'evoluzione prevista nel piano dei lavori e della manutenzione. In questa fase dovranno essere messe a punto analisi riferite agli eventuali investimenti di sostituzione, in considerazione del fatto che potrà essere necessario sostituire integralmente alcune parti dell'Opera caratterizzate da tempi di obsolescenza tecnica e tecnologica²⁰ più brevi rispetto alla durata della Convenzione;
- c) Stima **dei ricavi di esercizio**, distinti in tariffari e non tariffari. Detti ricavi, sono espressi a valori correnti e vengono determinati sulla base delle risultanze dell'analisi della domanda, dei beni prodotti e dei servizi prestati. La stima di questa voce costituisce senza dubbio l'elemento critico dell'iniziativa di project financing in quanto gran parte dei costi di gestione sono di natura fissa, per cui non sono elastici al variare della domanda. Oscillazioni anche lievi sulle previsioni di domanda e delle tariffe o prezzi di vendita possono generare situazioni di deficit gestionali anche rilevanti rispetto alle ipotesi formulate in sede di elaborazione del piano. In questa fase assumono, inoltre, particolare rilievo le analisi di elasticità della domanda al variare del regime tariffario adottato. Ciò sarà, particolarmente utile in sede di negoziazione e confronto con la Pubblica Amministrazione per valutare l'impatto di politiche tariffarie alterative sui ricavi totali stimati;
- d) **Stima dei costi operativi**: suddivisi in costi del personale, costi per acquisti di beni e servizi, costi di manutenzione ordinaria, costi di assicurazione, spese generali, altri costi. La componente variabile dei costi di gestione, deve essere in analogia con i ricavi, determinata sulla base delle risultanze emerse dall'analisi della domanda.

¹⁹ Come detto la normativa impone la redazione del Piano Economico e Finanziario esclusivamente per gli anni di durata della Concessione.

²⁰ Si parla di obsolescenza tecnica quando la tecnologia ed il macchinario non sono più in condizione di essere normalmente utilizzati nel ciclo produttivo. Si parla di obsolescenza tecnologica quando il bene pur funzionante non è in condizione di produrre in modo competitivo ed efficiente essendo stata introdotta una tecnologia più moderna sotto il profilo dei costi operativi e della qualità del prodotto.

- e) **Imposte:** dirette (IRES e IRAP) e indirette (IVA, imposta di registro, ecc.);
- f) **Modalità di ammortamento** applicabili all'investimento iniziale ed agli altri oneri capitalizzati. Si rammenta che tale voce di costo spesso costituisce una parte rilevante dei costi totali di funzionamento (E' il caso delle strutture trasportistiche ed immobiliari)²¹.
- g) **Determinazione della dinamica del Capitale Circolante Netto (CCN)** espressa attraverso la definizione delle seguenti ipotesi: Tempi medi di incasso, Tempi medi di pagamento, Tasso di rotazione del magazzino.

La costruzione del Piano Economico e Finanziario permette, in questa prima fase, di individuare alcune voci di particolare importanza per lo svolgimento delle valutazioni successive inerenti la convenienza economica del progetto:

- 1 Nel Conto Economico, il **Margine Operativo Lordo**²², dato dalla differenza fra ricavi e costi operativi ed il reddito operativo che riporta a detrazione del MOL la somma degli ammortamenti realizzati nel corso dell'esercizio;
- 2 Nello Stato Patrimoniale, il **totale delle immobilizzazioni**, espresse al netto del corrispondente Fondo di Ammortamento ed il **Capitale Circolante Netto**, inteso come differenza fra attività correnti (crediti verso clienti e scorte di magazzino) e passività correnti (riconducibili al totale dei debiti di fornitura);
- 3 Nel calcolo dei flussi di cassa, l'importo corrispondente al **flusso monetario generato dalla gestione operativa** che rappresenta uno degli elementi per la determinazione del valore e della redditività caratteristici del progetto di investimento.

La **seconda fase** di elaborazione del Piano Economico e Finanziario è volta alla individuazione delle coperture finanziarie ottimali dei fabbisogni di cassa generati dal progetto, rappresentati dagli impieghi di capitale necessari per la realizzazione dell'Opera e la sua gestione. In tal senso dovranno essere analizzate le dinamiche temporali di detti fabbisogni ed andranno valutate le tipologie di finanziamento disponibili, al fine di giungere alla determinazione dell'insieme delle risorse ritenute adeguate. In concreto, quanto sopra esposto prevede: l'analisi delle risorse finanziarie reperibili, le diverse modalità di finanziamento prescelte, distinguendole fra **debito, capitale di rischio ed altri mezzi propri** (prestiti subordinati presentano caratteristiche di rischio e di esigibilità del tutto simili al capitale di rischio e vengono inseriti tra i mezzi propri ai fini della valutazione della struttura finanziaria e della bancabilità dell'investimento).

In secondo luogo occorre procedere alla definizione degli elementi qualificanti ogni tipologia di finanziamento,, fra cui l'importo complessivo del finanziamento, la tempistica stabilita per la sua erogazione concordata rispetto alla dinamica del

²¹ La normativa consente al Concessionario di Opere pubbliche di adottare, invece del tradizionale sistema di ammortamento, quello cosiddetto finanziario che consente di portare in deduzione il costo totale dell'investimento iniziale sostenuto in quote costanti ripartite per ciascuno la anno di durata della concessione computando in questa anche la frazione d'anno.

²² E' evidente che in presenza di valori non significativi del MOL l'investimento non risulta fattibile in quanto il flusso generato dalla gestione corrente non risulta in grado di remunerare gli oneri connessi con l'indebitamento e gli azionisti al netto delle imposte sui redditi. Taluni propongono di utilizzare quale grandezza significativa della redditività caratteristica dell'investimento il NOPAT (Net Operative Profit After Taxes) dato dal reddito operativo al netto delle imposte sul reddito.

fabbisogno finanziario del progetto, il tasso base prescelto²³ e lo spread richiesto dagli Enti finanziatori, il piano di rimborso del prestito e la durata del finanziamento.

Il Piano Economico Finanziario, a questo punto, permette di giungere alla determinazione di alcune voci di particolare importanza. In particolare si potranno individuare:

- nel Conto Economico, il **Reddito Netto** o al contrario la **Perdita Netta**²⁴, che si ottiene sottraendo dal Reddito Operativo gli oneri finanziari e le imposte di esercizio;
- nello Stato Patrimoniale, la struttura finanziaria dell'iniziativa ottenuta nel rapporto **Totale finanziamenti-Patrimonio netto**;
- nel calcolo dei flussi di cassa, gli importi corrispondenti al **Flusso monetario disponibile** per il servizio del debito, quelli relativi al **Flusso di cassa disponibile per il pagamento dei dividendi** agli azionisti.

La **terza fase** riguarda l'analisi della convenienza economica dell'iniziativa per gli azionisti che può essere impostata ricorrendo a diverse metodiche di valutazione. Gli indicatori idonei a fornire un giudizio conciso sulla capacità di creare valore e generare redditività per l'investitore si distinguono da indicatori prettamente finanziari a indicatori che invece utilizzano grandezze economiche. Fra i primi occorre citare l'**NPV (Net Present Value)** e l'**IRR (Internal Rate Return)**.

Il primo, come è già stato detto, è costituito dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi ad un tasso in grado di remunerare adeguatamente l'investitore del costo opportunità del denaro (cioè del mancato rendimento in un generico investimento Free Risk) e del rischio corso. L'indice esprime pertanto la capacità del progetto di generare flussi di cassa positivi in grado di compensare l'investitore del rischio corso e dell'esborso iniziale sostenuto.

Il NPV o VAN (Valore Attuale Netto) rappresenta la ricchezza incrementale generata dall'investimento, espressa come se fosse immediatamente disponibile, nel momento in cui viene effettuata la valutazione. Analiticamente risulta determinato come somma algebrica dei flussi di cassa operativi attesi dalla realizzazione dell'intervento, scontati al tasso corrispondente al costo stimato del capitale investito. Un NPV positivo testimonia la capacità del progetto di generare flussi monetari sufficienti a ripagare l'esborso iniziale, remunerare il capitale impiegato nell'operazione ed eventualmente lasciare risorse disponibili per altre ulteriori destinazioni. Ovviamente la condizione necessaria perché gli investitori abbiano convenienza a realizzare l'Opera è che il NPV assuma valori positivi.

Il calcolo del Valore Attuale Netto collegato ad una specifica iniziativa prevede un procedimento articolato in due fasi. La prima, in cui la valutazione viene svolta considerando il progetto di investimento nell'ipotesi di finanziamento con apporto

²³ La definizione del tasso d'interesse dell'indebitamento presuppone anche la valutazione della convenienza dell'opzione del tasso fisso o variabile. Negli ultimi anni, anche nel nostro Paese, si è fatto ampio ricorso, da parte delle imprese, alla sottoscrizione di contratti (futures; opzioni; swap; etc.) che consentono una notevole flessibilità per l'operatore potendo optare per diverse soluzioni di copertura del rischio di tasso a seconda della mutevolezza degli scenari macroeconomici. E' generale convinzione che gli investitori industriali debbano utilizzare tali forme di copertura in un'ottica esclusivamente protettiva, cioè tesa a minimizzare il rischio connesso alla variabilità di un componente assai importante di costo come gli oneri finanziari. Ciò appare particolarmente vero nelle iniziative in project financing nelle quali l'incidenza degli oneri del debito sul conto economico è assai rilevante, onde per cui una piccola variazione di tasso si può riflettere pesantemente sulla redditività complessiva del progetto.

²⁴ L'analisi della dinamica della redditività netta è oltremodo importante per analizzare politiche di ottimizzazione fiscale del progetto, attraverso il ricorso a politiche di ammortamento anticipati ai fini fiscali; oppure per verificare la condizione necessaria di mantenimento del capitale sociale minimo, vedi Art. 2447 c.c. o di superamento della soglia del terzo ai fini dell'applicazione dell'Art. 2446 del c.c.

esclusivo di capitale proprio (alternativa all' equity), in tal caso il tasso di attualizzazione da impiegare rispecchierà il solo costo del capitale di rischio, correlato al rendimento richiesto dagli azionisti in assenza di indebitamento.

La seconda fase considera invece la possibilità di ricorso a fonti di copertura esterne in aggiunta ai mezzi propri messi a disposizione degli azionisti. Al valore creato dall'investimento considerato a prescindere dalla struttura finanziaria applicata (prima fase) si andrà ad aggiungere il valore attuale dei risparmi di imposta dovuti alla possibilità di desumere dal reddito imponibile gli interessi passivi di competenza (beneficio fiscale del debito), in tale caso il costo del capitale investito dovrà essere calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale del debito (WACC – Weigthed Averange Cost of Capital; Costo Medio Ponderato del Capitale CMPC). Altro vantaggio economico per gli azionisti, conseguente al maggiore ricorso al debito, è legato al fatto che il costo del debito è sicuramente inferiore a quello del capitale proprio, per cui aumentando il debito l'imprenditore sostituisce risorse costose con forme meno costose.

La valutazione basata sul calcolo del **IRR (Internal Rate of Return)**, o **TIR, Tasso Interno di Rendimento** viene definito come il tasso di sconto al quale un investimento presenta un VAN pari a 0, in corrispondenza del quale, il risultato economico di una operazione si rende nullo. Sotto un'altra accezione, il TIR può essere interpretato come misura di redditività lorda ovvero come manifestazione del rendimento ricavabile dalla realizzazione dell'investimento calcolato senza tenere in considerazione il costo delle risorse impiegate. Il criterio di valutazione preso in considerazione, prevede il confronto fra il TIR calcolato per il progetto ed un tasso soglia che corrisponderà al costo stimato del capitale investito. Ogni qualvolta un investimento presenti un rendimento superiore al costo delle fonti necessarie per finanziarlo, può essere realizzato in quanto economicamente conveniente.

La capacità del progetto di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti ed una adeguata redditività per gli azionisti rappresenta la “**sostenibilità finanziaria**”. Ciò è determinato dalla condizione secondo cui il Flusso di cassa netto cumulato, determinato come somma dei Flussi di cassa netti annuali, dovrà assumere un valore sempre positivo, o pari a 0 per ogni periodo di analisi considerato. In tal senso, è utile il confronto, per gli esercizi di durata della convenzione, tra dinamica dell'indebitamento totale e la liquidità disponibile generata dal progetto, come riportato in Figura 4.3. L'intersezione delle due curve, infatti, la prima decrescente, la seconda crescente consente di percepire visivamente il numero degli esercizi per estinguere integralmente l'indebitamento senza distribuire dividendi (Payback) e, inoltre, gli anni di gestione che residuano dopo l'integrale rimborso del debito.

Inoltre, è necessario verificare l'attendibilità del piano economico e finanziario attraverso **analisi di sensitività**, cioè attraverso la misurazione delle conseguenze derivanti dalla volatilità delle variabili ritenute fondamentali per la realizzazione del progetto. Per effettuare confronti si programmano scenari ottimistici e pessimistici, con calcolo degli indici finanziari nel caso dei diversi scenari ipotizzati (tabella 4.2).

TEMPI RIENTRO FINANZIAMENTO

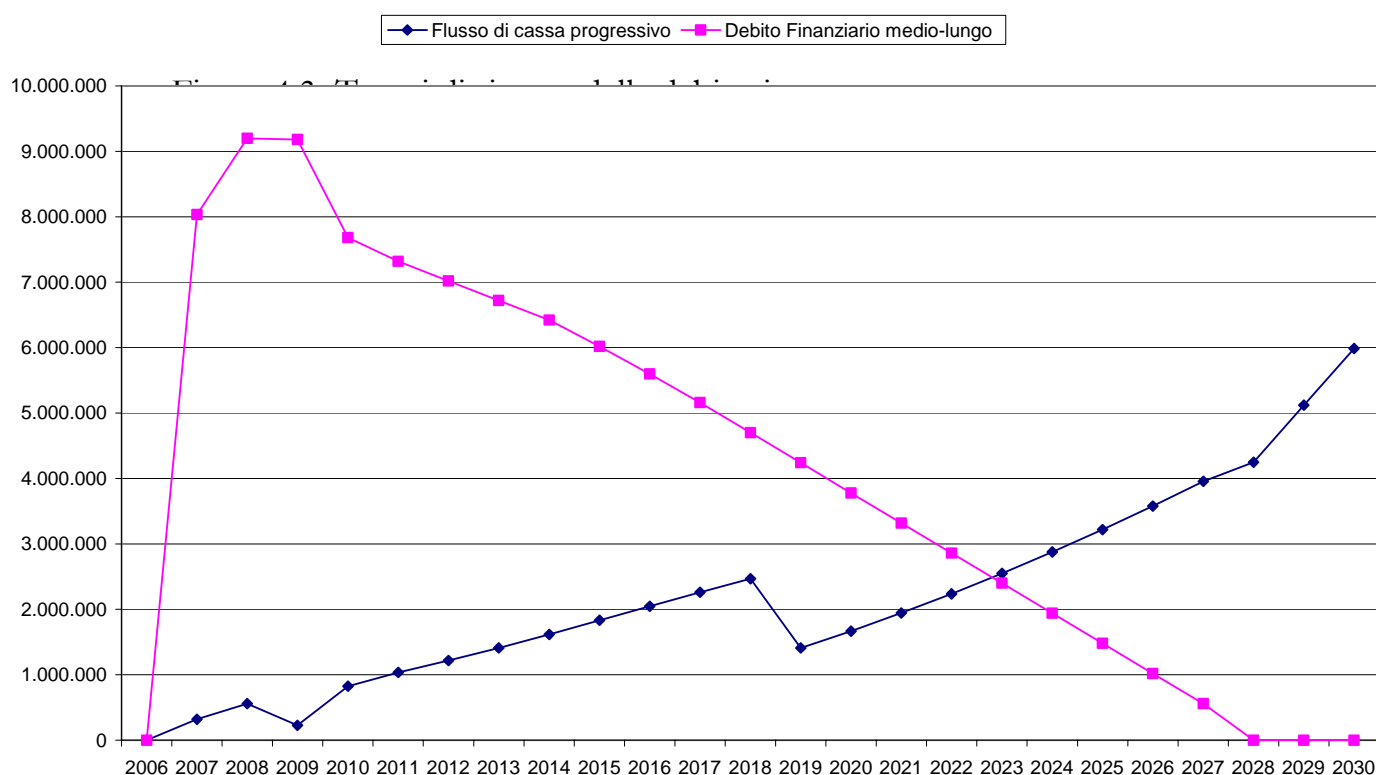


Figura 4.3 - Tempi di rientro del finanziamento

Tabella 4.2 - Analisi di sensitività di alcuni parametri di redditività e di bancabilità di progetto

	Saturazione Parcheggi attuali	Saturazione nuova struttura	Saturazione Aree di sosta	VALORE CREATO (CMPC 10%)	REDDITI NETTI CUMULATI	IRR %	DSCR MEDIO
Ottimistica	32%	11%	14%	7.846.475	54.558.102	68%	2,7
Intermedia	30%	11%	14%	5.786.331	45.209.284	58,%	2,37
Pessimistica	28%	15%	14%	292.160	12.369.607	12,%	1,28

La sostenibilità finanziaria di un progetto può essere espressa anche in termini di **bancabilità**, facendo riferimento ad indicatori capaci di valutare il margine di sicurezza su cui i soggetti finanziatori possono contare per essere garantiti sul pagamento del servizio del debito.

Il confronto fra le ipotesi di ricavo e di costo operativo e delle entrate e delle uscite definisce l'andamento della redditività dell'investimento per tutti gli anni oggetto d'analisi e previsione. La capacità di rimborso del debito è misurata da alcuni indicatori finanziari fra cui occorre citare il **DSCR** e **LLCR**.

Il **Debt Service Cover Ratio** (DSCR) esprime il cosiddetto servizio annuale del debito ovvero la capacità del progetto di rimborsare la rata di debito relativa all'anno corrente. Per ciascuno degli anni della fase di gestione del progetto, esso è pari al rapporto tra il flusso di cassa operativo ed il servizio del debito costituito dalla rata. Valori del DSCR superiori o pari ad 1,20 evidenziano una congrua capacità del progetto di rimborso della rata. Il valore minimo del quoziente, per risultare conveniente, non può comunque essere pari ad uno poiché in tale caso risulterebbe compromessa, fino al totale rimborso del debito, la possibilità di erogare dividendi agli azionisti.

E' logico che i finanziatori dell'operazione richiedano un adeguato margine di garanzia. Non esiste tuttavia un livello standard con cui confrontare gli indici di copertura del debito, il limite considerato accettabile verrà di volta in volta negoziato in relazione alla rischiosità del progetto, alle garanzie fornite ed alla forza contrattuale delle parti.

Il **Loan Life Cover Ratio** (LLCR) tiene conto dell'andamento dei flussi di cassa operativi disponibili per il servizio del debito per tutta la durata residua dello stesso. Esso è il risultato del quoziente tra la somma attualizzata, al tasso di interesse del debito, dei flussi di cassa operativi tra l'istante di valutazione e l'ultimo anno per il quale è previsto il rimborso, incrementato della riserva di cassa per il servizio del debito e il debito residuo allo stesso istante di valutazione. L'indice appena descritto include la riserva di cassa per il servizio del debito ossia la cosiddetta **DSRA (Debt Service Reserve Account)**. Detta riserva deve essere sufficiente a coprire in ogni istante di vita del debito il 50% dell'ammontare della rata dell'anno successivo.

L'elevato numero degli indicatori, fin qui proposti, risponde alle specifiche esigenze di ciascuno degli operatori coinvolti nell'iniziativa di project. Il NPV o valore netto dei flussi di cassa futuri, ha quale fine quello di comunicare la convenienza all'imprenditore dello specifico investimento, consentendo di confrontare con altri progetti ed individuando, perciò, un ordine di priorità.

Gli indicatori di natura più squisitamente finanziaria, quale DSCR o LLCR, rispondono, al contrario, all'esigenza del soggetto finanziatore di analizzare il progetto dal punto di vista di generare flussi di cassa in grado di rimborsare il debito.

Ovviamente tutti i parametri economici e finanziari di progetto analizzati costituiscono altrettanti indicatori affinché tutti i soggetti, a vario titolo coinvolti nelle iniziative di project, interessati al successo dell'iniziativa, conoscano il grado reale di convenienza per altra parte, potendo così avviare la negoziazione sulla base di una situazione di trasparenza dato da un sistema di vincoli di fattibilità per ciascuno dei protagonisti, all'interno delle quali realizzare il massimo risultato individuale.