

IL PROJECT FINANCING QUALE STRUMENTO DI VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ DI TRASFORMAZIONE URBANA¹

Mario Polelli*, Stefano Corsi**

Abstract

L'urbanistica negli ultimi anni sta abbandonando il ruolo prettamente dirigitico e impositivo identificabile nel piano regolatore per abbracciare una nuova ottica di urbanistica negoziata in cui i privati intervengono nella veste di finanziatori oltre che di realizzatori delle opere pubbliche. L'urbanistica consensuale si configura come il nuovo modello di riferimenti per gli interventi di riqualificazione urbana e le Società di Trasformazione Urbana (STU) ne sono lo strumento attuativo. Il project financing infine rappresenta lo strumento più idoneo per l'organizzazione e l'armonizzazione delle richieste delle diverse figure che intervengono nell'operazione di riqualificazione urbana e per la valutazione della convenienza finanziaria dell'intervento.

Parole Chiave: Urbanistica consensuale, società di trasformazione urbana, project financing.

¹ Il lavoro è frutto della collaborazione dei due autori. Comunque è possibile riconoscere al Prof. Mario Polelli la premessa e il cap. 1, al Dott. Corsi i cap. 2 e 3, mentre le conclusioni sono comuni ai due autori.

* Professore Ordinario di Estimo Rurale presso il DEPAAA – Università degli Studi di Milano.

** Assegnista di ricerca nel settore scientifico disciplinare delle Scienze Agrarie..

1. Premessa

La società di trasformazione urbana nasce dalla consapevolezza che gli interventi sul territorio urbano si vanno a rimodellare sempre più sulla base della disponibilità a negoziare piuttosto che a prescrivere norme urbanistiche.

Il nuovo profilo dell'urbanistica si basa su accordi e moduli convenzionali sempre più complessi all'interno dei quali l'amministrazione deve abdicare al proprio ruolo impositivo per lasciare spazio alla negoziazione e alla "trattativa". Si deve quindi passare da un'urbanistica prescrittiva ad un'urbanistica negoziale. Tale negoziabilità non va però intesa come una riduzione del rigore delle norme da trasferire sul territorio, ma deve essere sostanziata da una precisa allocazione degli interventi, dal rispetto degli standard, dalla plurifunzionalità delle attività insediative e dalla possibilità per alcuni interventi di essere ridefiniti nel piano attuativo.

La complessità dei progetti e la variabilità delle soluzioni da adottare portano alla necessità di coinvolgere sempre più, oltre ai soggetti pubblici, anche i privati che possono fornire non solo risorse ma anche tecnologia e strumenti finanziari più idonei.

Tale esigenza si manifesta in modo tanto più forte, quanto maggiore è il livello di complessità del tessuto urbano, il più delle volte degradato ed obsoleto. In questo ambito lo strumento del piano regolatore tradizionale non consentirebbe alla società di trasformazione urbana di sviluppare le proprie finalità.

Occorre, pertanto, tener presente che il PRG opera ormai su due livelli di programmazione e cioè il piano strumentale e il piano operativo. Il primo si identifica come un piano di massima che impartisce indicazioni generali relative alla pianificazione comunale individuando strategie, obiettivi, finalità e salvaguardie. Il piano strutturale abbandona la rigida logica della zonizzazione che dava precise disposizioni circa la destinazione di utilizzo del suolo indicando solo le possibili utilizzazioni del territorio, sposando quindi le esigenze di polifunzionalità delle aree urbane. Il piano strutturale, pur avendo durata indefinita, non rappresenta un ostacolo allo sviluppo urbano né tradisce le aspettative del cittadino imponendo vincoli definiti; può però fissare importanti prescrizioni relative alle altezze massime, alla massima densità di abitanti e di edifici ecc.

Al primo livello si sovrappone il piano operativo che interessa invece la programmazione reale delle opere da realizzare nel territorio. Il piano operativo si sviluppa in un arco temporale limitato. Con l'utilizzo di due piani di programmazione si può quindi da un lato fissare alcuni "valori" basilari per la preservazione del territorio dall'altro utilizzare uno strumento dinamico per la pianificazione delle opere senza dover modificare il PRG. Inoltre il piano operativo, per sua natura, è di immediata applicazione.

L'importanza del piano operativo è grande poiché il solo piano strutturale lascerebbe campo completamente aperto alla contrattazione tra amministrazioni e privati con il rischio che la sproporzione di forze a favore dei privati possa

minimizzare gli interessi pubblici e quindi della collettività. Il secondo livello di programmazione identifica in modo chiaro gli interventi definendo gli standard urbanistico-edilizi e la polifunzionalità, può inoltre avvalersi di piani attuativi che definiscano nel dettaglio le singole opere.

La necessità di modernizzazione e rifunionalizzazione delle aree urbane e in particolare di quelle metropolitane dove i mutamenti del contesto socio-economico hanno portato all'invecchiamento e all'abbandono di interi quartieri e dove le opere di urbanizzazione risultano del tutto insufficienti, è ormai un sentimento diffuso e le forze politiche ne sono coscienti tanto che i programmi delle amministrazioni sono sempre più mirati al rinnovamento del tessuto urbano. D'altro canto le condizioni in cui versano le casse della pubblica amministrazione non consentono la realizzazione delle necessarie opere di modernizzazione con il solo apporto di capitale pubblico. A queste considerazioni è necessario aggiungere che l'elezione diretta dei sindaci crea un'occasione di dialogo con i cittadini e la politica delle amministrazioni assume un carattere partecipativo abbandonando quello prettamente impositivo dei decenni scorsi.

E' in questo contesto che nasce e si sviluppa l'urbanistica consensuale che si lascia alle spalle la natura prescrittiva del PRG per abbracciare strumenti idonei a una visione negoziata e contrattata dell'urbanistica. L'urbanistica consensuale si identifica come il tavolo di incontro e di concertazione delle esigenze della collettività, rappresentata dalla pubblica amministrazione e di quelle del mercato rappresentato dal capitale privato.

2. La società di trasformazione urbana (STU)

Lo strumento che si candida come il più idoneo all'urbanistica consensuale sono le Società di Trasformazione Urbana (STU). Queste rientrano nel più vasto gruppo delle società miste di capitali con quote di partecipazione pubblica e privata². Le STU possono essere definite come "strumenti ordinari d'intervento che il legislatore ha messo a disposizione degli enti locali per poter operare nelle aree urbane consolidate, in attuazione degli strumenti urbanistici vigenti".

L'obiettivo delle STU è la riqualificazione delle aree urbane degradate edificate e non. Le STU costituiscono quindi uno strumento flessibile degli enti locali per progettare e realizzare interventi di trasformazione urbana, passando dalla preventiva acquisizione delle aree interessate dall'intervento, alla trasformazione e alla commercializzazione delle stesse.

² Le società miste vengono introdotte nel sistema giuridico italiano a partire dagli anni '90 (l. 142/1990) con il fine di gestire servizi pubblici sociali e con il rigido vincolo della maggioranza di capitale pubblico. Con alcuni interventi legislativi (l. 498/1992, l. 59/1997, l. 127/1997) si è cercato di stabilire le regole e si è ammessa la minoranza del capitale pubblico. Con l'art. 35 della legge finanziaria del 2001 si è proceduto a una revisione del sistema di gestione dei servizi pubblici definendo i campi di intervento delle società miste nei servizi a rilevanza industriale e non.

Nella fase di acquisizione le aree vengono individuate con delibera del Consiglio Comunale che equivale a dichiarazione di pubblica utilità anche se non interessate da opere pubbliche. Le aree individuate potranno essere espropriate dal Comune in mancanza di diverso accordo con i privati.

Le aree di proprietà privata e quelle di proprietà dell'ente locale potranno essere affidate in concessione alla Società e pertanto rappresentano un'alternativa al conferimento dei beni nel capitale sociale dell'Ente locale.

L'istituzione delle STU è caratterizzata da una procedura preliminare così articolata:

- individuazione dell'ambito e della tipologia dell'intervento, con indicazioni sui contenuti dell'operazione di trasformazione-riqualificazione, compreso lo stato degli immobili presenti,
- redazione di un cronogramma dell'intervento di trasformazione,
- individuazione dei partner pubblici della società,
- redazione di uno studio di fattibilità che evidenzi la metodologia economico-finanziaria dell'operazione.

Una volta definita la fase preliminare il Comune è in grado di deliberare l'attivazione del dispositivo attraverso alcuni atti fondamentali:

- esprime la volontà di costituzione della società con l'indicazione dei partner,
- localizza le aree interessate con le relative dichiarazioni di pubblica utilità,
- definisce un programma pluriennale della STU.

Nella STU un ruolo fondamentale rivestono i soci, i quali possono differenziarsi in tre categorie:

- Pubbliche amministrazioni di livello superiore (provincia o regione)
- Proprietari delle aree e degli edifici
- Soci privati finanziatori

La Regione e la Provincia possono intervenire nella veste di soci delle STU sia conferendo capitali per la realizzazione delle opere sia conferendo beni in proprietà o diritti di superficie. La partecipazione di Regione e Provincia è molto importante nella trasformazione urbana, poiché presuppone un interesse a livello superiore inserendo quindi l'opera da realizzare in un piano di riqualificazione di carattere regionale o provinciale.

I soci privati rappresentano la componente principale delle STU sia perché conferiscono la quota parte maggiore di capitale sia perché godono di ampia libertà di azione nella progettazione e nella realizzazione. La partecipazione maggioritaria privata consente un apporto di capitale pressoché indefinito. La scelta dei soci non proprietari deve avvenire attraverso una gara di evidenza pubblica e deve essere correlata agli obiettivi del piano di riqualificazione urbana. In quest'ottica le STU rappresentano una grande innovazione sul piano della scelta dei soci privati che per lo più non saranno solo i realizzatori, quindi grandi imprese edili, ma principalmente studi di professionisti, banche, istituti di credito che sono interessati all'aspetto finanziario dell'opera piuttosto che a quello più strettamente edificatorio e che sono in grado di fornire capitali

superiori oltre a conoscenze tecniche e finanziarie indispensabili per la realizzazione dell'opera. In questi termini, come vedremo più approfonditamente più avanti, le STU entrano a pieno titolo nella sfera della finanza di progetto.

Infine ci sono i soci proprietari delle aree che una volta delimitata l'area di intervento hanno tre possibilità: opporsi alla cessione dell'area o dell'immobile percorrendo la via legale e rallentando, di conseguenza, l'iter del progetto, cedere volontariamente le aree accettando un indennizzo per l'esproprio ovvero entrare nella società in veste di azionisti conferendo il valore delle aree occupate. Dal punto di vista formale, risulta evidente come i soci proprietari non possano essere scelti in base a una gara di evidenza pubblica, che ha come scopo l'identificazione del socio più idoneo. Il loro stesso titolo giuridico ne fa dei soci a tutti gli effetti. I soci proprietari verranno perciò "scelti" sulla base di una trattativa privata. Sono stati però sollevati molti dubbi sulla scelta da parte dell'amministrazione se includere o meno i soci-proprietari nella STU: la scelta dovrà essere motivata da accurate valutazioni, che dovranno essere poi rese pubbliche, in modo tale da conferire al procedimento la massima trasparenza.

Un ultimo aspetto di grande interesse, nel momento della costituzione della società, è la partecipazione delle imprese realizzatrici, che possono prendere parte alla società ovvero svolgere semplicemente il lavoro di costruzione. Secondo un primo orientamento le aziende di questo tipo, in quanto produttrici di beni pubblici, dovrebbero essere scelte sulla base di concorsi a evidenza pubblica; un secondo orientamento, che ritiene secondaria la realizzazione delle opere pubbliche rispetto a quelle private, sostiene invece l'insussistenza dell'obbligo della gara.

Per quanto riguarda in termini più generali la convenienza dell'investimento, una volta stabilito il tempo per la realizzazione dell'opera e per l'allocatione degli immobili, dovrà essere valutata, sia dalla pubblica amministrazione che dai soci privati, esclusivamente in termini finanziari in modo tale da unificare il linguaggio tra pubblico e privato. Lo strumento idoneo è il Valore Attuale Netto (VAN) che esprime la differenza tra i ricavi attualizzati e i costi attualizzati. Perché un investimento possa essere definito conveniente il VAN dovrà essere maggiore o uguale a 0 ($VAN \geq 0$).

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{R}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+r)^t}$$

La convenienza privata sarà determinata come differenza tra i ricavi ottenuti dalla vendita degli immobili e i costi sostenuti per la realizzazione delle opere pubbliche e private.

Per quanto concerne la convenienza della pubblica amministrazione, il VAN viene determinato come differenza dei ricavi, costituiti dal valore monetario corrisposto dai soci privati per ottenere le concessioni edificatorie e dal valore

delle opere pubbliche realizzate con capitale privato, meno i costi, rappresentati dal capitale di partecipazione. La pubblica amministrazione, in quanto ente pubblico, non potrà considerare solo l'aspetto finanziario dell'opera ma anche l'aumento di benessere dei cittadini, perciò anche a valori di VAN piuttosto bassi o al limite nulli potrà corrispondere la convenienza alla realizzazione.

Un problema differente è rappresentato dai soci-proprietari, per cui il i ricavi sono rappresentati dalla quota parte del valore degli immobili venduti, che dovrà essere corrisposta al socio-proprietario in funzione del valore dell'area conferita, mentre i costi corrispondono al valore delle aree, non tanto come valore del mercato delle stesse ma come indennizzo corrisposto in caso di esproprio. Il proprietario deve cioè decidere se accettare l'indennizzo o diventare socio.

Per ciò che concerne la realizzazione delle opere da parte della STU si deve aver riguardo di sviluppare le iniziative in un quadro di compatibilità ambientale. Lo strumento più idoneo per tale valutazione viene da più parti indicato nella Valutazione Ambientale Strategica (VAS) relativa ad un programma realizzato dal Comune secondo quanto previsto dalla direttiva 42/2001/CE art. 3 comma 3.

3. Lo strumento del project financing nel quadro delle STU

Come accennato in precedenza, le STU possono essere inserite nel più ampio campo del Project financing, o meglio possono individuare il project financing come lo strumento più idoneo a valutare la convenienza finanziaria delle STU. Il Project financing può essere definito come un'operazione finanziaria per la realizzazione di un'opera (pubblica), per cui viene costituita una società di progetto. Caratteristica fondamentale del Project financing è la capacità di autofinanziarsi compensando il Cash-out-flow per la realizzazione del progetto con il Cash-in-flow derivante dalla gestione dell'opera stessa. La società di progetto si distinguono in private se il capitale è interamente o prevalentemente versato da privati, pubbliche se invece è sottoscritto per più della metà da uno o più enti pubblici, miste. Un altro aspetto che caratterizza il Project financing è la mancanza di garanzie per gli investitori che non si possono rivalere sul promotore del progetto in caso di insufficiente o mancato In-flow. Tutti i soggetti che prendono parte alla società si assumono cioè integralmente o quasi i rischi connessi all'investimento.

Alla società di progetto possono partecipare in veste di soci:

- i promotori (*sponsors*),
- un ente pubblico concedente (*host government*),
- investitori e finanziatori,
- realizzatori (*contractors*),
- progettisti,
- consulenti (*advisors*),
- fornitori,
- acquirenti (*users*).

Nella pratica gli attori del project financing possono interpretare diversi ruoli anche in funzione del momento in cui intervengono nell'operazione. Lo sponsor promuove la realizzazione di un'opera contribuendo anche a finanziarla parzialmente, fornendo cioè il capitale di rischio e ne segue lo sviluppo dalla fase progettuale, fino a quella di commercializzazione. Si incarica, inoltre, di avviare tutte le verifiche di fattibilità tecnica, giuridica, economica e finanziaria dell'opera. Gli sponsor possono essere sia enti pubblici che società private. In questo contesto si sviluppa una pluralità di valutazioni.

Il project financing viene utilizzato in modo particolare per la realizzazione di opere di interesse pubblico e di infrastrutture, perciò anche l'ente pubblico concedente gioca un ruolo fondamentale entrando a pieno titolo nella società di progetto, determinando una forma di partecipazione tra capitale pubblico e privato.

Le banche possono assumere ruoli differenti: sono innanzitutto i principali finanziatori, hanno la facoltà di contribuire al capitale di rischio, diventando cioè azionisti della società di progetto, ovvero possono fornire finanziamenti per la realizzazione dell'opera. Inoltre possono agire da consulenti finanziari (*financial advisors*) nella fase preliminare partecipando all'elaborazione dello studio di fattibilità e del *memorandum informativo*, come *arrangers* coordinando il gruppo di istituzioni finanziatrici nella fase di sottoscrizione dei contratti, come *agents* coordinando gli utilizzi e i rimborsi del prestito durante tutto lo svolgimento del progetto.

Anche le altre figure coinvolte nella realizzazione dell'opera (progettisti, realizzatori, consulenti, fornitori) possono rendersi soggetti protagonisti della società di progetto diventandone azionisti.

L'appaltatore (*contractor*) è l'impresa o il gruppo di imprese che hanno vinto la gara d'appalto e si occupano della realizzazione materiale dell'opera. Esse devono assicurare una buona capacità finanziaria e un alto livello di know-how.

I consulenti (*advisors*) possono essere i professionisti o le società che si occupano della progettazione dell'opera e della valutazione delle diverse convenienze e possono fornire consulenza tecnica, le banche che, come abbiamo già visto, si occupano delle consulenze finanziarie e gli studi legali che si incaricano di stabilire gli aspetti contrattuali e le responsabilità delle parti nella fase di costituzione della società di progetto

Un particolare ruolo è quello dello *user* che altro non è che l'acquirente dell'opera. Ovviamente non tutte le operazioni di project financing consentono l'intervento dello *user*: sono escluse, cioè quelle operazioni realizzate e gestite sulla base di una concessione pubblica (es. ponte a pedaggio). Quando invece vi è autonoma capacità di reddito (fornitura di energia o materie prime, costruzione di immobili) l'acquirente può partecipare alla società sottoscrivendo parte del capitale di rischio.

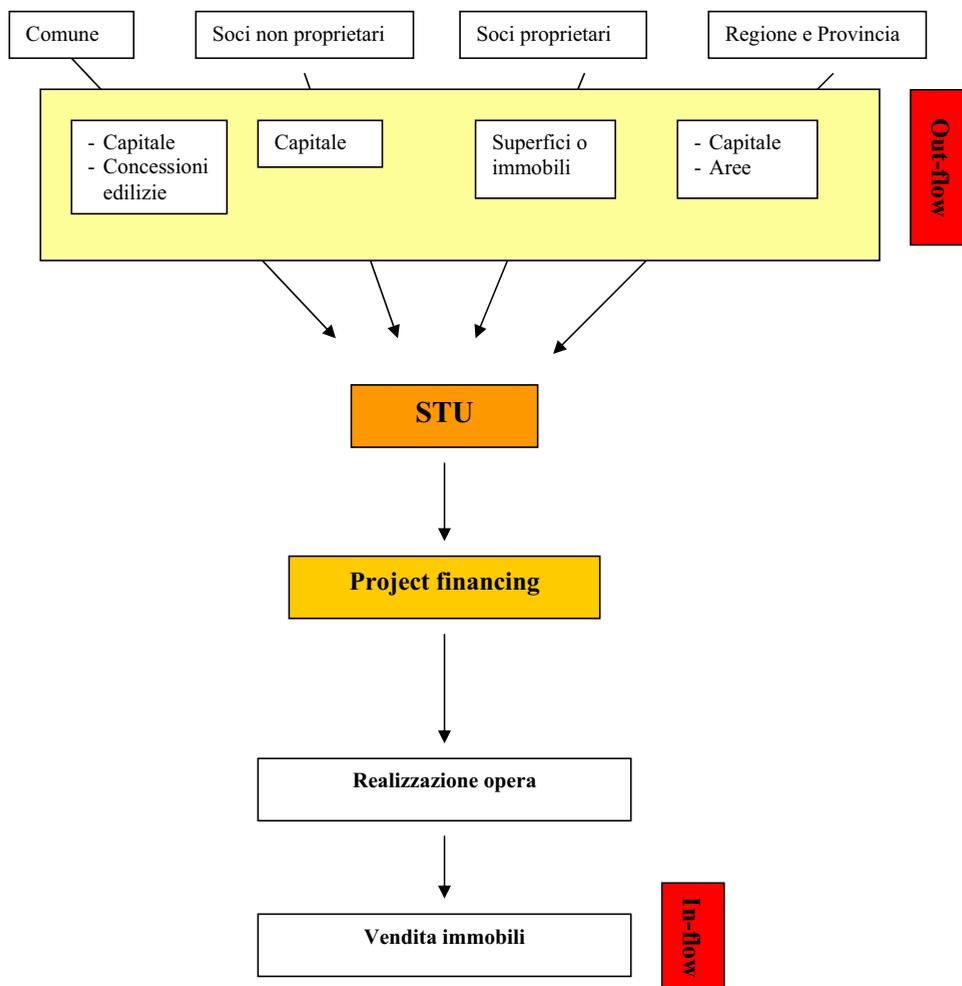


Fig. 1 Procedimento di costituzione della STU e della realizzazione dell'opera attraverso l'utilizzo del project financing.

Il project financing si sviluppa cronologicamente in tre fasi:

- fase di negoziazione
- fase di sottoscrizione dei contratti
- fase operativa

La prima fase inizia con l'individuazione, da parte degli *sponsors*, dell'opera da realizzare, la quale verrà sottoposta ad uno studio preliminare di fattibilità, operazione estremamente onerosa per la quale i promotori si servono del

supporto di consulenti tecnici, finanziari e legali. In un secondo momento, sempre con il supporto dei consulenti finanziari, viene steso il *memorandum informativo* in cui vengono presentati gli *sponsors* del progetto, viene esplicitato l'oggetto della proposta e stilato un "business-plan".

Con il *memorandum informativo* gli *sponsors* cercano di chiarire e sintetizzare l'opera da realizzare al fine di cercare i finanziatori (banche, costruttori, progettisti ecc.) e di mettere d'accordo gli interessi delle diverse parti. Ricordiamo infatti, che il project financing, poiché costituito da una pluralità di soggetti con obiettivi economici, sociali e culturali differenti, presuppone una organizzazione tale da rendere il progetto appetibile per tutte le componenti.

La seconda fase è probabilmente la più delicata, poiché serve a stabilire gli accordi preliminari tra le diverse parti che intervengono nell'operazione e a reperire i capitali.

Il momento centrale di questa fase è la costituzione delle società di progetto che svolge il ruolo di *borrower*, cioè di prestatore di somme e si assume tutte le responsabilità giuridiche del progetto. Affinchè tutta l'operazione di project financing si svolga in modo corretto, è importante che alla base vengano armonizzati tutti i contratti stipulati tra le parti. Gli istituti bancari decideranno se finanziare o meno l'iniziativa principalmente sulla base della coerenza della struttura contrattuale.

Una volta costituita la società di progetto, questa deve essere in grado di reperire i capitali per lo svolgimento dell'attività. Le fonti di finanziamento, che si distinguono tra loro sia per le fonti erogatrici, sia per le garanzie, sia per la priorità di restituzione in caso di liquidazione della società di progetto, sono: il capitale di rischio (*equity*), i prestiti subordinati (*quasi equity*), il debito privilegiato e il debito garantito.

L'*equity* è il capitale corrisposto dagli *sponsors* e rappresenta un indice della solidità della società e della serietà dell'iniziativa. Al capitale di rischio si aggiungono le azioni erodate dalla società, distinte in ordinarie e privilegiate. Le prime sono sottoscritte principalmente da costruttori, gestori ecc. che rappresentano la maggioranza del capitale ed esercitano il controllo in assemblea; le seconde, invece, vengono sottoscritte dai soci finanziatori che, interessati maggiormente agli aspetti finanziari piuttosto che alla gestione della società, intervengono solo in casi straordinari e godono di una priorità nell'erogazione del capitale e nel rimborso.

Il debito privilegiato è la forma di prestito più diffusa nel project financing e si distingue a seconda che preveda o meno garanzie reali. Nel primo caso le garanzie possono essere rappresentate da: proprietà immobiliari, diritti minerari, attrezzature, contratti per materie prime e servizi, contratti commerciali, azioni di controllo, leasing di attrezzature e proprietà immobiliari, licenze e permessi ecc. I creditori coperti da garanzia hanno la priorità nella distribuzione dei dividendi.

Nel caso non esistano garanzie, il ritorno del capitale investito è funzione dei flussi di cassa generati dal progetto. Se un'operazione di project financing è interamente finanziata con capitali a debito privilegiato si può parlare di non recourse project financing.

Infine, i *quasi equity* o prestiti subordinati si trovano a metà strada tra il capitale di rischio e i finanziamenti ordinari. In caso di liquidazione, essi sono subordinati, al rimborso dei debiti privilegiati e ai debiti garantiti. Il prestito subordinato viene erogato molto spesso dagli sponsors stessi che in questo modo si avvalgono del ripagamento del capitale e degli interessi, cosa che non avviene per il capitale di rischio, e conferiscono maggiore elasticità alla struttura finanziaria della società.

Una volta reperito il capitale la società di progetto e i finanziatori devono sottoscrivere la convenzione finanziaria (*loan agreement*) che illustra le condizioni a cui è concesso il finanziamento. L'erogazione del capitale deve sottostare a una serie di condizioni (sottoscrizione dei contratti, sottoscrizione delle garanzie, rilascio delle autorizzazioni amministrative) che i finanziatori devono verificare. Inoltre rientrano nel *loan agreement* anche alcune clausole ed elementi essenziali riguardanti le società (borrowers e azionisti), le caratteristiche del finanziamento (entità, destinazione, durata), i termini di erogazione e di pagamento, il tasso di interesse, le coperture assicurative e le garanzie, le banche finanziatrici.

L'ultima fase, o fase operativa, presuppone la costruzione delle opere e consiste nella gestione operativa dell'opera e quindi nel cash-flow. Se il flusso di capitali rispecchia le aspettative del progetto, i finanziamenti vengono rimborsati annualmente in conformità con i contratti e con le priorità sopra esposte.

Affinchè un'operazione di project financing possa essere messa in atto, tutte le potenziali componenti della società di progetto devono valutare la convenienza finanziaria dell'investimento.

4. La valutazione della convenienza finanziaria dell'investimento nel project financing

Gli strumenti utilizzati nel project financing nell'ambito delle STU sono gli indicatori di convenienza economico-finanziaria del progetto: indicatori economici, indicatori di fattibilità finanziaria e indici di redditività per gli azionisti.

Quelli del primo gruppo valutano la convenienza economica del progetto d'investimento e devono essere utilizzati dai promotori per analizzare la fattibilità dell'iniziativa in termini finanziari, ma anche dai finanziatori per decidere se partecipare o meno alla società di progetto.

Innanzitutto può essere determinato il periodo di recupero del capitale identificato come il tempo necessario perché i flussi di cassa positivi

eguagliano gli esborsi:

$$\sum_t FCP_t = \sum_t FCN_t$$

dove:

ΣFCP_t = sommatoria dei flussi di cassa positivi al tempo t

ΣFCN_t = sommatoria dei flussi di cassa negativi al tempo t

In questo modo, però non viene considerata la tempistica in cui si realizzano incassi ed esborsi; è necessario perciò attualizzare entrambi i flussi portandoli allo stesso momento:

$$\sum_t \frac{FCP}{(1+WACC)^t} = \sum_t \frac{FCN}{(1+WACC)^t}$$

dove:

WACC (Weight Average Cost of Capital) = è il tasso che rappresenta il costo medio ponderato del capitale.

Un altro indice economico è il Tasso di Rendimento Medio Contabile (TRMC) che non è altro che la media aritmetica del rapporto tra gli utili generati dal progetto e il capitale investito in ogni periodo:

$$TRMC = \frac{\sum_t (RO_t / C_t)}{n}$$

dove:

RO_t = utili operativi generati dal progetto al tempo t

C_t = capitale investito al tempo t

n = durata del progetto

Affinchè l'investimento possa essere ritenuto conveniente il TRMC deve essere superiore ad un valore soglia (Hurdle rate).

Gli strumenti che però sembrano essere di più semplice utilizzo e di maggiore efficienza sono i più classici nella valutazione degli investimenti: il Valore Attuale Netto (VAN) e il Saggio di Rendimento Interno. Il VAN è, come abbiamo anticipato nelle pagine precedenti, la somma algebrica dei flussi positivi e negativi attualizzati:

$$VAN = \sum_t \frac{FCP}{(1+WACC)^t} - \sum_t \frac{FCN}{(1+WACC)^t}$$

Il limite del VAN è l'impossibilità di confrontare il progetto in questione con altri progetti alternativi, per questo si può ricorrere, ad esempio, al SRI che è il

tasso che rende nullo il VAN:

$$0 = \sum \frac{FC_t}{(1 + SRI)^t}$$

dove:

FC_t = flussi di cassa al tempo t

SRI = saggio di rendimento interno.

Se il SRI è maggiore di un tasso di rendimento di un investimento alternativo con caratteristiche simili, che l'investitore ritiene soddisfacente, allora l'investimento sarà conveniente.

Il SRI presuppone il reinvestimento dei flussi di cassa a un tasso pari al SRI. Se invece si vuole considerare un tasso differente si calcola il SRI modificato:

$$0 = \sum \frac{FC_t(1+r)^{n-t}}{1 + SRI_m^n}$$

dove:

FC_t = flussi di cassa al tempo t

SRI = saggio di rendimento interno.

r = saggio di reinvestimento.

Di un certo interesse è anche l'utilizzo dell'Indice di Profittabilità (IP) pari al rapporto tra i flussi positivi attualizzati e i flussi negativi attualizzati:

$$IP = \frac{\sum \frac{FCP_t}{(1+WACC)^t}}{\sum \frac{FCN_t}{(1+WACC)^t}}$$

dove:

$\sum \frac{FCP_t}{(1+WACC)^t}$ = flussi di cassa positivi al tempo t attualizzati

$\sum \frac{FCN_t}{(1+WACC)^t}$ = flussi di cassa negativi al tempo t attualizzati.

Se l'IP è maggiore di 1 il progetto sarà vantaggioso.

Gli indicatori della fattibilità finanziaria, utilizzati principalmente dai finanziatori del progetto, hanno invece lo scopo di capire se i flussi di cassa generati dal progetto sono in grado di coprire il debito e pagare gli interessi.

Il Debt Service Cover Ratio (DSCR – rapporto di copertura annuale del servizio

di debito) è pari a:

$$DSCR_t = \frac{FC_t}{(I_t + C_t)}$$

dove:

FC = flusso di cassa al tempo t

$I_t + C_t$ = servizio del debito al tempo t

I_t = quota di interessi da rimborsare al tempo t

C_t = quota di capitale da rimborsare al tempo t

Con il DSCR si può studiare l'andamento annuale dell'investimento sottolineando i periodi di maggiori difficoltà finanziarie (Minimum Debt Service Cover Ratio - MDSCR).

L'Indice di Copertura del Progetto (ICP) mostra la solidità finanziaria del progetto come rapporto tra VAN e debiti:

$$ICP = \frac{\sum_t \frac{FCP_t}{(1+WACC)^t} - \sum_t \frac{FCN_t}{(1+WACC)^t}}{D}$$

dove:

$\sum_t \frac{FCP_t}{(1+WACC)^t}$ = flussi di cassa positivi al tempo t attualizzati

$\sum_t \frac{FCN_t}{(1+WACC)^t}$ = flussi di cassa negativi al tempo t attualizzati.

D = debiti.

Infine è necessario analizzare la convenienza per gli azionisti come SRIequity, cioè come quel SRI che annulla il VAN degli azionisti:

$$0 = \sum_t \frac{FCA_t}{(1+SRIequity)^t}$$

dove:

FCA_t = flussi di cassa degli azionisti, cioè somma aritmetica dei versamenti monetari, dividendi percepiti ecc. al tempo t.

SRIequity = SRI che annulla il VAN degli azionisti.

La valutazione della convenienza finanziaria dell'investimento, attraverso le modalità finora considerate, ci consente di sviluppare analisi fondamentali di stima delle STU nell'ambito della riqualificazione urbana in un'ottica di urbanistica consensuale.

5. Conclusioni

I nuovi orizzonti forniti dall'urbanistica consensuale attraverso la società di trasformazione urbana (STU), aprono prospettive interessanti sia per ciò che concerne la valutazione di nuove iniziative nel contesto urbano sia per

ciò che riguarda la partecipazione dei soggetti pubblici e privati.

La società di trasformazione urbana, utilizzando il project financing consente di individuare nuove modalità di stima nel giudizio di convenienza degli investimenti che presentano una loro complessità, quali ad esempio le aree dismesse o altri interventi integrati sul territorio.

Caratteristica fondamentale del project financing è la capacità di autofinanziarsi compensando la cash-out-flow per la realizzazione del progetto con il cash-in-flow derivante dall'opera stessa.

La società di trasformazione urbana risulta altresì fondamentale oltre che nella valutazione anche nell'armonizzare e organizzare le diverse figure che intervengono nelle operazioni di riqualificazione urbana.

Va infine sottolineato che nella società di trasformazione urbana, attraverso l'applicazione della valutazione ambientale strategica (VAS), viene garantito il principio di sostenibilità degli interventi e quindi garantita la salvaguardia dell'ambiente e del territorio urbano.

Riferimenti bibliografici

- Di Piazza, F. (2002) Processi competitivi e valutazione istituzionalizzata: il caso delle Società di trasformazione Urbana. La valutazione degli investimenti sul territorio. Atti del XXXII incontro di Studio Venezia, Aula Magna dell'IUAV Università degli Studi 13 Ottobre 2002. Centro di Studi di Estimo e di Economia Territoriale - Ce. S.E.T..
- Lombardi, P. (2002) Un prontuario di tecniche di Valutazione a supporto della fattibilità degli interventi di sviluppo urbano sostenibile. La valutazione degli investimenti sul territorio. Atti del XXXII incontro di Studio Venezia, Aula Magna dell'IUAV Università degli Studi 13 Ottobre 2002. Centro di Studi di Estimo e di Economia Territoriale - Ce. S.E.T..
- Manganelli, B., De Mare, G.(2002) La programmazione lineare per la selezione dei progetti di riqualificazione urbana. La valutazione degli investimenti sul territorio. Atti del XXXII incontro di Studio Venezia, Aula Magna dell'IUAV Università degli Studi 13 Ottobre 2002. Centro di Studi di Estimo e di Economia Territoriale - Ce. S.E.T..
- Mollica, E., Azzarà, D. (2002) Project financing: una ipotesi per l'ospitalità diffusa in un'area vasta. La valutazione degli investimenti sul territorio. Atti del XXXII incontro di Studio Venezia, Aula Magna dell'IUAV Università degli Studi 13 Ottobre 2002. Centro di Studi di Estimo e di Economia Territoriale - Ce. S.E.T..
- Morano, P. (1998) Un modello di perequazione urbanistico estimativo. Materiali INU, collana della Sezione Campania dell'Istituto Nazionale di Urbanistica, Edizioni Graffiti – Napoli.
- Nicodemo, S., Senzani, D. (2003) Società di trasformazione urbana. Quasco, Dei, tipografia del genio civile – Roma.
- Polelli, M. (1997) Trattato di estimo. Maggioli Editore – Rimini.
- Polelli, M. (2002) La Valutazione ambientale strategica nella pianificazione delle grandi opere. La valutazione degli investimenti sul territorio. Atti del XXXII incontro di Studio Venezia, Aula Magna dell'IUAV Università degli Studi 13 Ottobre 2002. Centro di Studi di Estimo e di Economia Territoriale - Ce. S.E.T..
- Quaglia, M.A. (2000) Pianificazione urbanistica e perequazione. G. Giappichelli editore – Torino.
- Spina, I., Riviaccio, L. (2003) Project financing, metodi e organizzazione dei progetti di finanza innovativa. Se, Sistemi Editoriali, Gruppo editoriale Esselibri – Napoli.
- Urbani, P. (2000) Urbanistica consensuale, la disciplina degli usi del territorio tra liberalizzazione, programmazione negoziata e tutele differenziate. Bollati Boringhieri – Torino.
- Vacca, A., Solustri, C. (2003) il project financing per le opere pubbliche. Se, Sistemi editoriali, Gruppo editoriale Esselibri – Napoli.