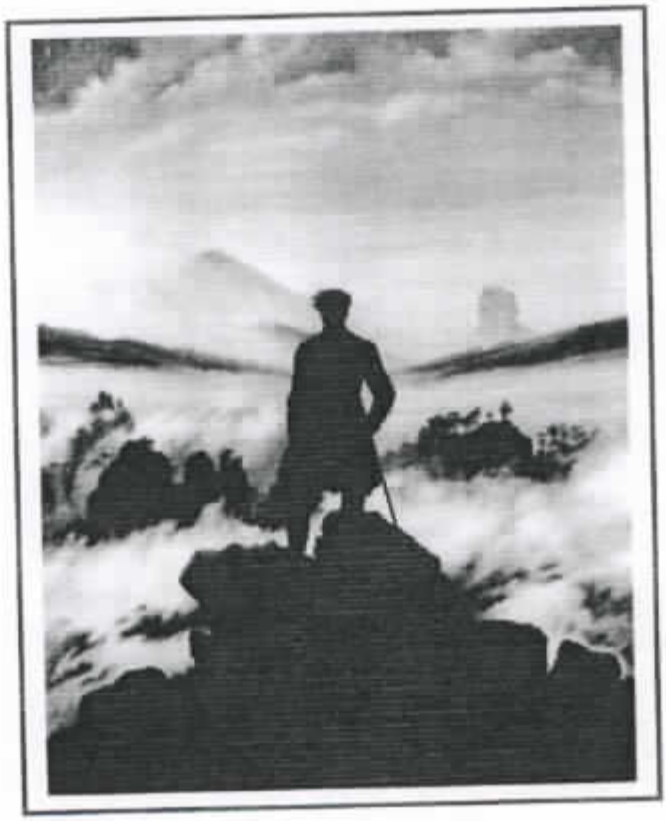
COLLANA DI STUDI E RICERCHE PUBBLICISTICHE

ROBERTO LOMBARDI VIVIANA LOMBARDI CONCETTA STILE

IL PROJECT FINANCING, SISTEMA PER LA REALIZZAZIONE DELLE OPERE PUBBLICHE

Profili giuridico-economici



Editrice Gaia

COLLANA DI STUDI E RICERCHE PUBBLICISTICHE

3

Roberto Lombardi
Viviana Lombardi
Concetta Stile

IL PROJECT FINANCING, SISTEMA PER LA REALIZZAZIONE DELLE OPERE PUBBLICHE

Profili giuridico – economici

L'opera è frutto della collaborazione degli autori. Tuttavia sono, in particolare, attribuibili a Roberto Lombardi il Capitolo I, a Viviana Lombardi il Capitolo II, a Concetta Stile il Capitolo III.

Proprietà artistica e letteraria
riservata per tutti i paesi
Ogni riproduzione, anche parziale, è vietata

Prima edizione luglio 2008

ISBN 978-88-89821-59-6

© 2008, Editrice Gaia
Via Tenente Manniello, 3
84012 Angri - Salerno
Tel. 081 5133111
Fax 0815138396
info@editricegaia.it
www.editricegaia.it

Grafica e impaginazione:
Francesco D'Amato

Stampa:
Editrice Gaia

In copertina:
Caspar David Friedrich, *Viandante sul mare di nebbia*,
1818, Amburgo, Kunsthalle

INDICE

Introduzione 9

Capitolo I
Caratteristiche del Project Financing

1. La Finanza di Progetto 15
2. Origini del Project Financing 16
3. Il Project Financing nel contesto del partenariato pubblico privato (PPP) 20
4. Gli strumenti e l'evoluzione della finanza innovativa 31
5. Definizione e caratteristiche del Project Financing 34
6. Tipologie di Project Financing 42
7. I soggetti del Project Financing 45
8. Il ruolo delle banche nel Project Financing 58
9. Le forme contrattuali del Project Financing 69
10. La Finanza di Progetto: opere fredde, tiepide e calde 75
11. La Finanza di Progetto come fattore di efficienza 76
12. Le principali caratteristiche del Project Financing 81
13. I settori di applicazione 85

Capitolo II
Profilo Normativo e Procedura del Project Financing

1. Profilo Normativo del Project Financing 91
2. Le fasi del Project Financing 104
3. Fase di identificazione dell'iniziativa 106
4. Fase di realizzazione dell'opera 111
5. La fase di gestione dell'opera 130
6. La proprietà dell'opera pubblica 133
7. La risoluzione del rapporto concessorio 133
8. Il subentro 137

Capitolo III

Il Project Financing e gli altri sistemi di realizzazione delle opere pubbliche

1. Il Project Financing nella realizzazione di opere infrastrutturali 143
2. Tipologie di infrastrutture pubbliche realizzabili attraverso il project financing 154
3. Le procedure per il project financing 158
4. Il Project Financing e gli altri sistemi di realizzazione delle opere pubbliche 163
5. Il contratto di concessione di costruzione e gestione di opera pubblica 163
6. Il leasing in costruendo 170
7. L'impatto del leasing sul bilancio pubblico 182
8. Leasing, per ora solo esperimenti 185
9. Leasing in costruendo e project financing 186
10. Conclusioni 189

Bibliografia 193

Nell'ultimo decennio le profonde trasformazioni degli scenari economici e finanziari sia a livello europeo, sia a livello internazionale, hanno individuato la necessità di mettere a punto nuove forme di finanziamento in grado di sorreggere il processo di sviluppo e di crescita che coinvolge il mercato dei capitali.

La situazione globale del nostro Paese, anche come conseguenza della partecipazione all'Unione Economica e Monetaria europea, impone forti interventi strutturali, guidati dall'obiettivo di perseguire più elevati livelli di efficienza, unitamente alle esigenze di contenimento della spesa pubblica.

Tale processo ha favorito, da un lato, un crescente intervento del settore privato nei servizi pubblici, comandato da logiche di competizione e sfruttamento delle opportunità produttive; dall'altro, ha permesso lo sviluppo di tecniche di finanziamento per grandi infrastrutture a mezzo di capitali privati, in un'ottica di integrazione e collaborazione.

In tale contesto s'inserisce a pieno titolo il Project Financing, ovvero non una tecnica ma una vera e propria metodologia finanziaria, rivolta al finanziamento di uno specifico progetto produttivo di un reddito autonomo e sufficiente a remunerare il capitale investito.

Il Project Financing si basa su un'impostazione finanziaria innovativa che si avvale delle competenze distinte di una pluralità di soggetti in grado di garantire l'afflusso dell'enorme quantità di denaro indispensabile per la realizzazione del progetto e per il successo dell'iniziativa, attra-

verso una complessa struttura in cui gli aspetti giuridici, contrattuali ed economico-finanziari risultano armonicamente integrati ed i rischi equamente distribuiti.

Negli ultimi anni la finanza di progetto ha rappresentato la modalità con cui sono state impostate e realizzate molte opere di interesse pubblico. Le operazioni effettuate seguendo gli schemi del Project Financing hanno prodotto cimiteri, parcheggi, tratti autostradali, scuole, ospedali, tunnel, ecc.

I vincoli posti alla spesa pubblica e le riduzioni dei trasferimenti alle Pubbliche Amministrazioni hanno spinto ad aumentare il coinvolgimento dei privati nella realizzazione di infrastrutture dando così alla finanza di progetto un ruolo cruciale nella realizzazione di investimenti in opere pubbliche necessarie alla crescita economica del Paese.

In Italia il Project Financing è attuabile secondo quanto prescritto dalla normativa sui lavori pubblici. Con il Decreto Legislativo 12 aprile 2006, n. 163, tutte le disposizioni che attengono ad appalti pubblici, confluiscono in un unico corpo normativo: il Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture. Nel Codice, l'oggetto centrale dal quale si espandono tutte le disposizioni è il contratto. Il legislatore è quindi pervenuto a una diversa impostazione dell'articolato rispetto alle norme che fino ad oggi hanno disciplinato settori specifici, quali gli appalti, le forniture e i servizi; mentre, ad esempio, gli articoli della Legge n. 109/1994 si succedono secondo il logico sviluppo delle fasi di un lavoro pubblico, nel Codice è riunito in ambito omogeneo tutto ciò che attiene alla disciplina degli aspetti o procedure comuni, che scaturiscono da un contratto stipulato da un'amministrazione pubblica, con un soggetto che oggi il Codice definisce "operatore economico". Il testo, coordina, infatti, una disciplina fino ad oggi fortemente frammentata e di difficile ricognizione e racchiude in sé tutto il complesso normativo oggi vigente, adattandolo alle disposizioni comunitarie. In buona sostanza, sono state recepite e coordinate in un solo testo le disposizioni relative ai settori ordinari (Direttiva 2004/18/CE) e quelle relative ai settori cosiddetti speciali (Direttiva 2004/17/CE) fino ad oggi distinte nel nostro ordinamento e sono state altresì riunite in maniera organica le regolamentazioni degli appalti sopra e sotto soglia comunitaria.

Nell'ambito del primo capitolo sono stati esaminati gli aspetti caratterizzanti del Project Financing, analizzando attentamente le principali caratteristiche del project financing, i soggetti coinvolti nell'operazione ed i vantaggi e gli svantaggi che la finanza di progetto può comportare.

Il secondo capitolo è dedicato all'analisi del Project Financing nel contesto italiano soffermandosi, in primo luogo, sull'evoluzione della normativa emanata in materia, per poi analizzare le diverse fasi di un'operazione di Project Financing, i rischi e le modalità di copertura.

Il terzo capitolo analizza più attentamente lo strumento del Project Financing applicato alla realizzazione di infrastrutture pubbliche. In particolare, sono stati esaminati, unitamente al Project Financing, gli altri sistemi di realizzazione delle opere pubbliche, con principale riferimento al c.d. leasing in costruendo.

Capitolo I

Caratteristiche del Project Financing

1. La Finanza di Progetto

La finanza di progetto (o project financing in inglese) è una operazione di finanziamento di opere di pubblica utilità, di ispirazione anglosassone (ma diffuso in molti Paesi europei), con la quale uno o più soggetti (detti "promotori") propongono ad una Pubblica amministrazione di finanziare, eseguire e gestire un'opera pubblica, il cui progetto è stato già approvato, in cambio degli utili che deriveranno dai flussi di cassa (cash flow) generati per l'appunto da una efficiente gestione dell'opera stessa[1]. Il coinvolgimento dei soggetti privati nella realizzazione, nella gestione e soprattutto nell'accollo totale o parziale dei costi di opere pubbliche in vista di guadagni futuri rappresenta la caratteristica principale di tale operazione economica. La filosofia del Project Financing è quella di coinvolgere il privato in un progetto, di spingerlo a trovare il modo di far fruttare per sé e per la comunità un terreno o un bene che altrimenti resterebbero inutilizzati per carenza di fondi pubblici.

Il Project Financing si colloca nell'ambito della nozione di partenariato pubblico-privato che ricomprende una vasta gamma di modelli di cooperazione tra il settore pubblico ed il settore privato. Esso si propone sempre più come elemento innovativo in ambito finanziario per la realizzazione di opere pubbliche. La concezione dell'attività delle pubbliche amministrazioni "costruita come esercizio di poteri pubblici" si sta infatti evolvendo verso una filosofia concordata dell'amministrare dove non è tutto subordinato ad un'esclusiva scelta dei pubblici poteri che chiamano

---

1 www.utfp.it, voce *caratteristiche*: "...l'utilizzo del Project Financing comporta alcune specifiche implicazioni dal punto di vista organizzativo e contrattuale. Il finanziamento, infatti, non è diretto ad un'impresa pre-esistente bensì va a beneficio di una società di nuova costituzione "società di progetto" o anche "SPV" - Special Purpose Vehicle la cui esclusiva finalità è la realizzazione e la gestione del progetto stesso. La società di progetto è un'entità giuridicamente distinta da quella del promotore del progetto, con la conseguente separazione dei flussi generati dal progetto da quelli relativi dalle altre attività del promotore. Il duplice risultato è che, in caso di fallimento del progetto, il finanziatore non potrà rivalersi su beni del promotore diversi da quelli di proprietà della società di progetto e, simmetricamente, in caso di fallimento del promotore la società di progetto continuerà ad esistere perseguendo le proprie finalità. Inoltre, la costituzione di una SPV consente agli enti finanziatori l'applicazione di formule di controllo molto stringenti e l'imposizione di vincoli contrattuali e societari necessari alla strutturazione di un'operazione di PF.

i privati a concorrere a realizzare un'impresa della quale i pubblici poteri conservano ogni disponibilità, ma che prevede invece casi in cui "l'iniziativa deve partire e parte dal settore privato che soccorre quello pubblico con sue proposte operative". Ormai da anni in contesti differenti la finanza di progetto si configura come soluzione "ideale", capace di rispondere alle necessità economico-finanziarie dei progetti caratterizzati da alte intensità di capitale e da ritorni economici nel medio e lungo termine.

2. Origini del Project Financing

La forma più antica di tale tecnica finanziaria risale al 1299 quando la Corona inglese negoziò una forma di prestito con i Frescobaldi per sviluppare una miniera d'argento nel Devon. Il prestito accordava al finanziatore il diritto di controllare le operazioni della miniera per un anno. Anche le spedizioni commerciali nel XVII e XVIII secolo furono finanziate sulla base del progetto, gli investitori fornivano i fondi alle Compagnie delle Indie Olandesi o Britannica per i viaggi che esse effettuavano in Asia ed erano ripagati tramite la liquidazione del carico di merci secondo la loro quota di partecipazione.

Nel secolo scorso, la persistenza dei prezzi alti nel settore energetico spinse il Congresso Statunitense, nel 1978, ad emanare il Public Utility Regulatory Policy Act (*PURPA*), come forma di incoraggiamento ad investire in forme alternative di generazione elettrica. Agli inizi degli anni novanta i governi locali iniziarono ad usare il Project Financing insieme al settore privato, l'obiettivo era quello di incoraggiare una migliore gestione e di promuovere una più efficiente partecipazione al rischio, inoltre queste strutture miste pubblico-privato consentivano alla pubblica amministrazione di espandere gli investimenti sia pure in situazioni di risorse limitate.

Il progetto di costruzione del tunnel sotto la manica rappresenta sicuramente l'operazione più ambiziosa mai realizzata in finanza di progetto. Essa ha dimostrato, nonostante i numerosi problemi emersi nel corso dell'opera, quanto la scelta di associare il settore privato alla costruzione

e gestione di opere pubbliche fosse valida e, a certe condizioni, addirittura preferibile al tradizionale metodo dell'appalto pubblico. Oggi il Project Financing finanzia diversi tipi di iniziative in diversi settori ed aree geografiche[2].

Le tecniche di *Finanza di Progetto* vennero introdotte, nella loro essenza vera e propria, negli anni '20 del novecento e riguardarono la realizzazione di interventi nel settore del petrolio. Lo sfruttamento di tipo industriale delle risorse petrolifere comportava ingenti investimenti ma la solidità patrimoniale delle società interessate a tale sfruttamento non era adeguata ad ottenere i tradizionali finanziamenti bancari. Fu però rilevato che il flusso di reddito che avrebbe comportato la vendita dei prodotti petroliferi certamente poteva rappresentare la base di un eventuale erogazione di crediti da parte di finanziatori. Occorreva, però che questi accettassero come garanzia non la solidità patrimoniale della società od il valore commerciale dei beni oggetto del finanziamento ma il valore commerciale del petrolio che si sarebbe estratto negli anni successivi al finanziamento: nasceva così la *Finanza di Progetto*.

Per la verità il concetto di finanziare una specifica opera piuttosto che una azienda non era una novità assoluta. La rete ferroviaria europea realizzata tra il 1840 ed il 1860 comportò l'impiego di una tecnica di finanziamento non lontana da quella che oggi è chiamata *Finanza di Progetto*.

Va inoltre osservato che la legge n. 1137 del 24 giugno 1929 sulla concessione[3] prevedeva l'affidamento ad un soggetto estraneo alla organizzazione pubblica della gestione di un pubblico servizio con l'obbligo della costruzione dell'opera strumentale alla prestazione del servizio, prevedendo che il recupero del relativo investimento finanziario avvenisse attraverso la riscossione dei proventi della gestione del servizio. Sembra proprio lo schema del *Project Financing*. Molte opere, come le autostrade, sono state realizzate negli ultimi cinquanta anni, proprio sulla base di tale

---

2 www.altalex.com articolo di Antonio Floris 06.10.2003.

3 Tale legge è stata abrogata dal Regolamento generale – DPR 21 dicembre 1999, n. 554 e s.m. – della legge 11 febbraio 1994, n. 109 e s.m.i.

legge. Si può ancora osservare che la stessa legge fondamentale sui lavori pubblici del 20 marzo 1865 n. 2248[4] consentiva l'impiego di meccanismi di finanziamento delle opere pubbliche con tecniche finanziarie non dissimili dalla *Finanza di Progetto*[5].

L'elemento di novità di questa forma di finanziamento, rispetto a quelle tradizionali, consisteva nella circostanza che le banche andavano ad assumere dei rischi tecnici ed industriali, facendo affidamento su garanzie predisposte e create nell'ambito del progetto stesso.

Negli anni '80, soprattutto a seguito delle iniziative del governo inglese finalizzate al processo di privatizzazione dei servizi pubblici, si è assistito alla diffusione del *Project Financing* dal settore energetico a quello infrastrutturale. Tale diffusione è stata favorita dalla crisi della finanza pubblica, che proprio in quegli anni ha cominciato a far sentire i suoi effetti in molti paesi, determinando una contrazione delle risorse pubbliche da destinare agli investimenti infrastrutturali e, conseguentemente, la ricerca di modalità di finanziamento alternative e più efficienti rispetto al finanziamento a carico del bilancio dello Stato.

Dunque, proprio i caratteri distintivi della Finanza di Progetto ne hanno consentito la diffusione. Infatti il *Project Financing* è una tecnica di finanziamento alternativa al tradizionale finanziamento d'impresa, dal quale si differenzia perché, mentre quest'ultimo ha per oggetto la valutazione dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa e degli effetti che i nuovi investimenti ed i debiti contratti avranno su tale equilibrio, la *finanza di progetto* ha invece per oggetto la valutazione dell'equilibrio economico finanziario di uno specifico progetto imprenditoriale legato ad un determinato investimento, giuridicamente ed economicamente indipendente dalle altre iniziative delle imprese che lo realizzano. Il *Project Financing* è pertanto un metodo per determinare una struttura ottimale di finanziamenti per la realizzazione di un progetto.

Nel primo caso il finanziatore valuta l'insieme dell'impresa che richie-

4 Tale legge è stata quasi interamente abrogata dal DPR 554/99.

5 C. Lucidi, 2005, pp. 17-18.

de il finanziamento e, su tale base, lo eroga, garantendosi con garanzie reali o fideiussioni concesse soprattutto dai soci dell'impresa oggetto del finanziamento.

Nel secondo caso, il finanziatore finanzia una singola idea o progetto di investimento. La sua attenzione è focalizzata esclusivamente sulle caratteristiche dell'affare che viene prospettato e sulla sua capacità di rimborsare il finanziamento.

Il *Project Financing* è senza dubbio un'importante fonte di finanziamento delle infrastrutture pubbliche, ma per la sua realizzazione occorre, però, che si verifichino tutta una serie di condizioni, in particolare le opere da realizzare debbono essere suscettibili di produrre reddito per remunerare adeguatamente il capitale di rischio attraverso il cash flow, è necessaria una consolidata esperienza dei promotori, un piano economico che garantisca la validità dell'opera, la definizione del livello delle tariffe, delle modalità di gestione, della tipologia delle infrastrutture da realizzare, la stabilità della domanda, una ripartizione dei rischi correlata al grado di partecipazione finanziaria e materiale dei soggetti coinvolti[6], l'affidabilità dei governi e dei loro apparati tecnici che debbono essere in grado di gestire i processi[7]. Attraverso la *Finanza di Progetto* si attua una sorta di "rivoluzione" nella cultura finanziaria, tradizionalmente ancorata al principio per cui si finanziano le aziende nel loro complesso e non specifici investimenti[8]. Questo fatto pone sicuramente meno problemi nei paesi di cultura anglosassone caratterizzati dalla forma giuridica della *common law* rispetto ai problemi che nascono nei paesi di cultura latina, caratterizzati dalla forma giuridica della *civil law*. Infatti, nei primi, i contenuti dei contratti fanno perno su norme di carattere più generale e ciò ha favorito formule di negoziazioni anche a livelli gerarchici bassi che hanno contribuito a ridurre il contenzioso.

Negli ultimi anni in Italia si è svolto tra le forze politiche, imprenditoriali, sociali, culturali un ampio dibattito attorno alle forme più adatte

6 Per un approfondimento dei soggetti coinvolti nell'operazione di *Project Financing* si rimanda al paragrafo 1.6.

7 www.altalex.com

8 www.aamoro.it

a favorire il coinvolgimento del capitale privato nel finanziamento delle infrastrutture pubbliche. Si è consolidato il convincimento che se da una parte è urgente avviare un concreto programma di potenziamento della rete infrastrutturale nazionale, dall'altra un tale programma non può essere realizzato tramite l'impiego delle risorse pubbliche. Le condizioni in cui versa la finanza statale e la difficoltà di stabilizzare il debito pubblico sono oramai note a tutti e ciò rende chiare le ragioni di tale dibattito, che ha messo in luce come la formula capace di coniugare le due esigenze appena richiamate – realizzazioni di grandi infrastrutture, ma senza oneri insopportabili per l'erario – sia la cosiddetta *Finanza di Progetto* o *Project Financing*.

3. Il Project Financing nel contesto del partenariato pubblico privato (PPP)

Un'adeguata dotazione infrastrutturale ed il raggiungimento di elevati livelli di efficienza gestionale nell'erogazione di servizi pubblici, rappresentano due condizioni indispensabili per garantire lo sviluppo economico di un determinato territorio. Ciò vale sia a livello nazionale (comunale e regionale) sia a livello internazionale.

Infatti in una Europa dai confini sempre più ampi, in cui gli investimenti tendono a concentrarsi in aree in cui il costo del lavoro è più conveniente, il rilancio delle infrastrutture e dei servizi pubblici può costituire un fattore di competitività estremamente importante per le economie regionali e nazionali più mature, influenzandone in maniera determinante le dinamiche di sviluppo economico e sociale.

Alla luce di quanto appena detto, appare particolarmente grave il problema del non adeguato livello di dotazione infrastrutturale del nostro Paese[9], problema che si è perfino acuito negli ultimi anni in conseguenza della

[9] Per avere un'idea del ritardo dell'Italia, si può citare i dati di fonte Eurostat relativi al 1985 (ma è da ritenere che le cose non siano cambiate in maniera rilevante nei due decenni successivi) che, fissa pari 100 la media UE di dotazione infrastrutturale complessiva, attribuiscono all'Italia 88,8, poco al di sopra della Spagna, ma del tutto distante dagli standard dei paesi guida come il Regno Unito, la Francia e la Germania

brusca caduta degli investimenti statali in opere pubbliche[10].

In Italia la domanda di infrastrutture si mantiene elevata sia sul piano interno che nei confronti dei paesi europei più industrializzati. A livello nazionale, la situazione di precarietà in cui versa il settore delle infrastrutture è evidente considerando il rilevante gap che le aree geografiche del mezzogiorno denunciano rispetto a quelle del Centro-Nord[11], a causa delle forti differenze nella disponibilità di risorse economiche e nell'efficienza della burocrazia[12].

Inoltre, rispetto ai principali partner europei, la dotazione infrastrutturale complessiva è molto più bassa[13] e non sembra destinata a migliorare in tempi brevi[14].

Se a ciò si aggiunge che le amministrazioni pubbliche spendono poco per la manutenzione delle infrastrutture, risulta evidente anche un divario in termini qualitativi delle stesse[15]. Tale arretratezza dell'Italia non deve essere sottovalutata, poiché la dotazione infrastrutturale, come già prima evidenziato, assume rilevanza strategica nello sviluppo economico di un paese, traducendosi in un importante elemento di competitività.

È ampiamente riconosciuto, infatti, che la carenza di dotazioni infrastrutturali, specie nell'ottica della globalizzazione dei mercati, costituisce una strozzatura per lo sviluppo di una determinata area, riflettendosi sulle

(cfr. Cappellini, Gatti, 1997, p. 71).

[10] A partire dal 1991 il tasso di crescita annuale reale degli investimenti in opere pubbliche risulta sempre negativo, nel 1993, poi, la spesa per investimenti in opere pubbliche è calata addirittura al 19%, in termini reali, rispetto al 1992 (cfr. Braghò, 1995, p. 80).

[11] Posta pari a 100 la dotazione infrastrutturale media italiana, il Mezzogiorno presenta un indice pari a 63,3 contro il 120,7 dell'Italia Nord-Occidentale.

[12] A. Braghò, 1995, p. 80.

[13] Secondo un'indagine del Centro Studi di Confindustria, l'Italia si collocherebbe al 7° posto per competitività a livello infrastrutturale dopo Finlandia, Lussemburgo, Belgio, Francia, Austria, Germania. Tale posizionamento peggiorerebbe ulteriormente se non si considerasse il settore delle telecomunicazioni, che è particolarmente avanzato.

[14] Secondo gli esperti di Business International il gap infrastrutturale, nonostante un lieve miglioramento nel periodo 2000-2004, non sembra destinato a diminuire. Nel 2004, infatti l'Italia si colloca al di sotto di Spagna, Regno Unito e molto distanziata da Francia, Germania e Paesi Bassi, v. R. Bocciarelli, 2000.

[15] Secondo uno studio dell'Economist Intelligent Union, l'Italia si collocherebbe all'ultimo posto in termini di efficienza delle infrastrutture dopo Francia, Germania, Gran Bretagna, Olanda, e Spagna.

performance delle imprese in termini di costi[16] e sulla localizzazione delle attività produttive[17].

Tuttavia le esigenze di investimento in infrastrutture sono diventate generalmente eccessive[18] rispetto alle possibilità dei governi di provvedervi, soprattutto in riferimento all'esigenza di ridurre il disavanzo dello Stato. Perciò, l'Italia sta cercando nuove modalità per finanziare e gestire le infrastrutture, stimolando i capitali privati seguendo la logica del partenariato pubblico-privato.

In generale, è possibile definire il partenariato come *una relazione di collaborazione fondata sulla convergenza d'interessi e finalizzata al conseguimento di congiunti obiettivi economici e non, da cui i singoli soggetti partecipanti traggono indirettamente vantaggi individuali*. Il presupposto per il successo di tali relazioni è un significativo coinvolgimento dei partner che si concretizza con l'apporto e lo scambio di:

- *Risorse umane*
- *Competenze distintive*
- *Risorse finanziarie e tecnologiche*
- *Capacità manageriali ed imprenditoriali.*

Con specifico riferimento al settore pubblico, il partenariato pubblico-privato, di cui la finanza di progetto fa parte, è stato sperimentato in molti contesti internazionali[19] con l'obiettivo di raggiungere adeguati livelli nell'erogazione di servizi pubblici in condizioni di risorse limitate ed insufficienti.

Dunque, il ricorso al partenariato pubblico-privato consente di avvalersi di modalità di finanziamento innovative che ben si prestano alla realiz-

[16] M. Cataldo, 1995, p. 19.

[17] Il rischio è di favorire la localizzazione di nuove attività economiche in quei paesi europei che, già partendo da condizioni di base migliori, stanno dedicando apposite politiche economiche nazionali all'adeguamento delle infrastrutture. C. Gorelli, P.M. Piacentini, P. Rostirolla, 1995, pp. 12-13.

[18] Ad oggi per colmare il gap infrastrutturale italiano sarebbero necessari ben 130 miliardi di Euro. Stima del 2003 del Ministero dei Lavori Pubblici.

[19] Tra i primi paesi ad utilizzare forme di PPP si annoverano la Gran Bretagna, la Nuova Zelanda e l'Australia nei settori del trasporto pubblico, della sanità e dell'educazione.

zazione di grandi opere che spesso rivestono carattere d'urgenza, ma che richiedono, d'altro canto, una grande efficienza.

Molte di queste opere hanno cominciato, pertanto, a basarsi sulle tecniche della "finanza di progetto", ossia sulla capacità di un progetto di ripagare, in tutto o in parte, l'investimento necessario a realizzarlo, consentendo, anche la remunerazione del capitale investito. Prima di procedere ad analizzare il project financing appare, quindi, opportuno soffermarsi sul concetto di Partenariato Pubblico-Privato.

Il Partenariato Pubblico Privato – PPP

Con l'espressione Partenariato Pubblico-Privato (PPP) si intende la realizzazione di opere pubbliche o di interesse pubblico con il concorso del capitale privato, o meglio, le varie forme di cooperazione tra le autorità pubbliche ed il mondo delle imprese che mirano a garantire il finanziamento, la costruzione, il rinnovamento, la gestione o la manutenzione di un'infrastruttura o la fornitura di un servizio[20].

Il Partenariato pubblico-privato trova il suo pieno sviluppo nei primi anni Novanta, con l'avvio da parte del governo britannico del programma "Private Finance Initiative (*PFI*)", al fine di coinvolgere i privati nella realizzazione degli investimenti pubblici attraverso l'erogazione di concessioni di costruzione e gestione, in presenza di condizioni di convenienza

[20] Un'esauriente definizione di PPP è contenuta nella guida presentata dalla Commissione Europea nel marzo 2003, in cui si dichiara che "*a PPP is a partnership between the public sector and private sector for the purpose of delivering a project or a service traditionally provided by the public sector. PPPs recognise that both parties have certain advantages relative to the other in the performance of specific tasks. By allowing each sector to do what it does best, public services and infrastructure can be provided in the most economically efficient manner. The overall aim of PPPs is therefore to structure the relationship between the parties, so that risks are borne by those best able to control them and increased value is achieved through exploitation of private sector skills and competencies*". (Un PPP è una collaborazione tra il settore pubblico e il settore privato allo scopo di erogare un prodotto o un servizio tradizionalmente forniti dal settore pubblico. I PPP riconoscono che entrambe le parti hanno dei vantaggi nell'adempimento degli incarichi specifici, permettendo ad ogni settore di fare ciò che sa fare meglio, i servizi pubblici e le infrastrutture possono essere forniti nella maniera più economicamente efficiente. Lo scopo complessivo dei Partenariati Pubblico- Privati è, tuttavia, strutturare la relazione tra le parti, così che i rischi sono sostenuti da coloro più capaci di controllarli e il valore accresciuto è ottenuto attraverso lo sfruttamento delle capacità e delle competenze del settore privato).

economica per il settore privato e di ottimizzazione di costi per il settore pubblico[21]. Dunque con il Partenariato pubblico-privato si fa riferimento ad una serie di strutture e concetti che comportano la divisione dei rischi e responsabilità tra il settore pubblico e quello privato. In un progetto PPP, l'autorità pubblica affida all'operatore privato, sulla base di uno specifico contratto, l'attuazione di un progetto che spesso implica una complessa costruzione e gestione.

Poiché ogni paese ha una sua propria storia e delle sue proprie condizioni politiche, costituzionali, legali, economiche e sociali non è possibile identificare un unico modello di funzionamento da applicare a tutti i progetti PPP. Tuttavia è possibile rintracciarne i fattori essenziali.

Quattro sono gli elementi chiave alla base dei progetti PPP:

1. Il finanziamento (*Finance*)
2. La progettazione (*Design*)
3. La costruzione (*Build*)
4. La gestione (*Operate*)[22]

Il ricorso al PPP sta diffondendosi sempre più, a livello europeo ed internazionale per due ordini di motivi:

- attraverso il PPP, il settore privato può fornire le proprie capacità manageriali, commerciali ed innovative nella progettazione, finanziamento, costruzione e gestione di infrastrutture di pubblica utilità, ottenendone un ritorno economico. La fase di gestione dell'opera, che rappresenta il risultato di una corretta progettazione e costruzione, è elemento di primaria importanza, in quanto soltanto una gestione efficiente e di qualità consente di generare i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito contratto e remunerare gli azionisti;
- il settore pubblico trae beneficio dall'apporto del capitale e delle capacità progettuali, organizzative e gestionali dei privati, attraverso la riduzione delle risorse finanziarie pubbliche da impegnare per la realizzazione delle opere, il miglioramento della qualità dei servizi erogati, a beneficio della collettività. In sintesi, servizi migliori ad un costo più basso per il contribuente.

[21] www.aspfinance.it.

[22] Fonte: Osservatorio SDA Bocconi

Il PPP esprime un concetto che ricomprende una vasta gamma di modelli di cooperazione tra il settore pubblico e quello privato. Il ricorso al PPP, attraverso le sue diverse metodologie attuative può, in generale, essere invocato in tutti quei casi in cui il settore pubblico intenda realizzare un progetto avente ad oggetto un'opera pubblica o di pubblica utilità, la cui progettazione, realizzazione, gestione e finanziamento, in tutto od in parte, siano affidati al settore privato.

I progetti realizzabili attraverso interventi di PPP possono essere identificati in tre tipologie:

- progetti dotati di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi da utenza: i ricavi commerciali prospettici di tali progetti – ad esempio le autostrade – consentono al settore privato un integrale recupero dei costi di investimento nell'arco della vita della concessione. In questo caso il coinvolgimento del settore pubblico si limita ad identificare le condizioni necessarie per consentire la realizzazione del progetto, facendosi carico delle fasi iniziali di pianificazione, autorizzazione, indizione dei bandi di gara per l'assegnazione delle concessioni e fornendo l'assistenza per le procedure organizzative;
- progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione: è il caso di tutte quelle opere pubbliche – quali gli ospedali o le scuole – per le quali il soggetto privato che le realizza e gestisce, trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) da pagamenti effettuati dalla pubblica amministrazione su base commerciale;
- progetti che richiedono una componente di contribuzione pubblica: è il caso di iniziative i cui ricavi commerciali da utenza sono di per se stessi insufficienti a generare adeguati ritorni economici, ma la cui realizzazione genera rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali indotti dall'infrastruttura. Tali esternalità giustificano l'erogazione di una componente di contribuzione pubblica.

Gli elementi fondamentali del PPP sono:

- la partecipazione attiva del settore privato in tutte le fasi della realizzazione dell'infrastruttura e dell'erogazione dei relativi servizi;
- la trasparenza e la tutela della concorrenza nella gestione delle procedure di gara;
- l'ottimizzazione dei costi per il settore pubblico non solo come costo effettivo di realizzazione dell'infrastruttura, ma anche della gestione della stessa in funzione dei servizi da prestare all'utenza;
- il trasferimento di livelli di rischio al settore privato, identificando il soggetto più idoneo a sopportarne gli effetti e in funzione dell'ottimizzazione della loro gestione.

Il crescente sviluppo, nei Paesi Europei, delle iniziative di Partenariato Pubblico-Privato nel settore delle infrastrutture e della gestione dei servizi pubblici locali, ha indotto la Commissione Europea ad una riflessione sulle norme comunitarie in materia di appalti pubblici e concessioni, per capire se fosse necessario una apposita normativa per la cooperazione tra il pubblico ed il privato. Pertanto, la Commissione Europea ha adottato, il 30 aprile 2004, il Libro verde sui partenariati pubblico-privati.

Tale documento definisce, in generale, i PPP come "forme di cooperazione" tra le autorità pubbliche ed il mondo delle imprese che mirano a garantire il finanziamento, la *costruzione*, il *rinnovamento*, la *gestione* o la *manutenzione* di un'infrastruttura o la *fornitura* di un "servizio".

La Commissione distingue due macro-categorie di PPP (per l'esecuzione e lo sfruttamento di lavori pubblici ovvero per l'approntamento e la gestione dei servizi pubblici):

quelle di tipo puramente contrattuale basate su legami contrattuali non associativi (appalti e concessioni) tra diversi soggetti pubblici e privati e volte ad affidare compiti più o meno ampi ai soggetti privati;

quelle di tipo cd. istituzionalizzato volte alla creazione o alla trasformazione di entità distinte di tipo associativo (cessioni di quote più o meno ampie di entità pubbliche già esistenti, sino a giungere al passaggio dell'entità sotto il controllo privato, ovvero la costituzione di entità miste pubblico-private), con le quali i partner privati hanno l'opportunità

di contribuire alla progettazione/realizzazione/gestione di infrastrutture pubbliche ed all'approntamento/gestione di servizi pubblici nazionali e locali[33].

Il principio generale che caratterizza la realizzazione di un progetto di interesse pubblico secondo il modello del partenariato pubblico-privato, prevede che il soggetto pubblico individui i propri *desiderata*, definisca gli indirizzi di politica economica, identifichi le condizioni necessarie per consentire la realizzazione del progetto facendosi carico delle fasi iniziali di pianificazione, autorizzazione, indizione della procedura di selezione del partner privato e, infine, eserciti un'attività di indirizzo e controllo su come vengono realizzati e gestiti i beni ed i servizi da parte dei soggetti privati. In tale contesto, il grado di coinvolgimento del soggetto privato può variare anche significativamente a seconda della procedura; in linea di massima, il soggetto privato può assistere la pubblica amministrazione fin dalle fasi iniziali di sviluppo del progetto mediante la predisposizione del design operativo, del finanziamento e della realizzazione di un'opera infrastrutturale, nonché tramite l'erogazione diretta od indiretta di un servizio per la collettività. Il soggetto pubblico trae beneficio dal coinvolgimento dei privati, in termini economici e finanziari, in virtù di una riduzione del proprio impegno finanziario complessivo e, più in generale, dal miglioramento dell'organizzazione amministrativa e della qualità dei servizi erogati. Il soggetto privato è posto nelle condizioni di fornire le proprie capacità manageriali, commerciali ed innovative nella progettazione, nel finanziamento, nella costruzione e nella gestione di infrastrutture per la pubblica amministrazione nonché nell'erogazione dei servizi, assumendosi il rischio imprenditoriale ed ottenendone un equo ritorno economico.

La PPP è una modalità di finanziamento complessa, capace di ampie e diverse applicazioni, che utilizza strumenti funzionali a specifici obiettivi fissati dall'amministrazione, ispirati a principi di trasparenza e di efficienza nell'azione amministrativa e nell'allocazione delle risorse pubbliche, e

33 www.ristucciaadvisors.com

fondati su meccanismi di responsabilizzazione e misurabilità dell'operato della pubblica amministrazione[24].

In base al grado di coinvolgimento del settore pubblico si creano diverse situazioni che configurano diversi tipi di PPP.

- DBFO (*Design Build Finance Operate*): è il tipo più comune in cui il settore privato finanzia e gestisce i progetti, mentre al settore pubblico spetta il ruolo di rendere possibile il progetto fornendo il necessario quadro legislativo e di offrire benefici finanziari o fiscali (spesso lo Stato effettua dei pagamenti regolari per l'uso delle infrastrutture e dei servizi forniti all'interno di un contratto di gestione dei servizi). Quando, al termine del contratto, il controllo del progetto viene ritrasferito al settore pubblico (che mantiene la proprietà formale della struttura lungo tutta la durata del contratto), si parla di BOT;
- DBF (*Design Buil and Finance*) che esclude i servizi di gestione da parte del privato;
- DBO (*Design Buid Operate*) che invece si basa sul finanziamento pubblico piuttosto che privato.

In pratica i progetti PPP vanno dalla semplice commercializzazione di una struttura che rimane di proprietà pubblica, fino a progetti in cui si parla di virtuale privatizzazione. Bisogna però fare attenzione alle differenze tra le due: il PPP introduce la gestione privata nel servizio pubblico tramite un contratto di lungo termine tra un operatore e l'ente pubblico; *privatizzare*, invece, significa trasferire un pubblico servizio od una struttura al settore privato affinché sia gestito secondo le forze di mercato ed all'interno del quadro di un diritto esclusivo concesso con atto parlamentare o ministeriale.

Operativamente, i progetti PPP sono realizzati da consorzi di società che di solito creano una società *ad hoc* per gestire il progetto. Dei consorzi di solito fanno parte una società di costruzione, istituzioni finanziarie, come per esempio le banche, una società di gestione dei servizi, architetti. Ciascuna organizzazione coinvolta in progetti PPP (l'ente pubblico, i membri dei consorzi, le organizzazioni di proprietari o gli utenti) ha i suoi consulenti legali, finanziari e di altro tipo.

[24] v. R. Baccolini, D. Baldini, *Il project finance in Italia*, Il Mulino, 2006, p. 29.

Possiamo, inoltre, individuare le condizioni necessarie ai progetti PPP:

- *Allocazione del rischio*: costruire e gestire una infrastruttura pubblica comporta diversi rischi: l'aumento dei costi di costruzione, costi di manutenzione più alti del previsto, cambi nella legislazione che influenzano l'uso della infrastruttura, aumento o diminuzione della richiesta dei servizi forniti e così via. Questi rischi – cui tradizionalmente fa fronte il settore pubblico – nei progetti PPP devono essere specificati, quantificati e ripartiti, e vengono divisi tra settore pubblico e settore privato. Uno dei concetti alla base del PPP è proprio quello della allocazione del rischio: se i rischi del progetto sono debitamente identificati ed analizzati, allora i partecipanti al progetto minimizzeranno il rischio di insuccesso.
- *Rapporto prezzo – qualità*: il costo stimato per tutta la durata del progetto deve essere più basso dei costi dei progetti finanziati dal pubblico. Per valutare se una proposta di investimento privato è maggiormente conveniente rispetto a quella pubblica è necessario valutare il costo ipotetico in cui incorrerebbe l'amministrazione nel realizzare il progetto basandosi sul più efficiente metodo del settore pubblico di fornire quel determinato risultato e tenuto conto dei costi e dei rischi che verrebbero incontrati in quel tipo di approvvigionamento. A questo, naturalmente, si affiancano altri elementi quali considerazioni sui costi materiali, il credito dei partecipanti, differenze nel servizio che non possono essere quantificate. In ogni caso la prospettiva da adottare è quella di lungo termine: lungo tutta la durata del progetto il privato deve essere in grado di fornire un servizio di alta qualità che il settore pubblico non sarebbe capace di fornire.
- *"Bancabilità"* dei progetti PPP: con cui viene indicato che tali progetti devono essere di un certo interesse commerciale, deve esserci la certezza di un flusso di reddito e la volontà di considerare tutte le possibilità di generare entrate tramite la vendita delle strutture o

tramite l'uso dei servizi da parte di terzi (è quest'ultimo il caso di PPP applicati alle utenze: acqua, gas, luce, ecc.).

Una nota finale: i contratti di PPP hanno sempre una durata molto lunga, di solito tra i 25 ed i 30 anni[25].

Il nostro Paese presenta un mercato del partenariato pubblico-privato tra i più sviluppati in Europa, sia in termini di numerosità di progetti avviati, sia in termini di valore economico complessivo di tali interventi. Ciò rappresenta la sintesi delle elaborazioni effettuate sulla base dati della fonte più autorevole per il dimensionamento di tale mercato, rappresentata dall'Osservatorio nazionale sul Project Financing[26]. Quest'ultimo monitora l'insieme degli avvisi di ricerca dei promotori e dei bandi di gara pubblicati dalle diverse stazioni appaltanti italiane; in tale banca dati vengono, quindi, inclusi tutti gli avvisi di gara relativi a lavori pubblici, inclusi quelli con importo non segnalato.

Oltre il 60% delle iniziative si trova localizzato nelle regioni del Centro-Sud, mentre il maggiore investimento è concentrato nelle Isole (672 milioni) grazie, ancora una volta, ad una gara per l'affidamento del servizio idrico integrato in una provincia siciliana. È questo il caso del nuovo tentativo per l'affidamento del S.I.I. della provincia di Messina che prevede investimenti per 640 milioni di euro. Su scala regionale in termini di valore economico si impone ovviamente la Sicilia con 649 milioni per 5 progetti di importo noto su un totale complessivo di 6. Dal punto di vista del numero di opportunità si distingue invece la Campania con 48 iniziative. Il dettaglio dimensionale evidenzia il dinamismo dei grandi progetti di importo superiore a 5 milioni di euro.

[25] Fonte: Osservatorio SDA Bocconi.

[26] L'Osservatorio nazionale sul project financing è promosso dal Ministero dell'Economia, dall'Unità tecnica Finanza di Progetto del CIPE, da Unioncamere e dalla Camera di Commercio di Roma ed è realizzato da Ambiente e Territorio, in collaborazione con CRESME e Tecnocom.

4. Gli strumenti e l'evoluzione della finanza innovativa

È ormai noto come il finanziamento necessario all'avvio od allo sviluppo di una impresa, di un progetto o di un'idea imprenditoriale sia un argomento particolarmente delicato e, molto spesso, difficile da affrontare per un imprenditore od un aspirante imprenditore. Gli interventi legislativi, di qualsiasi livello istituzionale, sono stati e sono molti numerosi ed in genere, attraverso tali strumenti, le imprese hanno potuto conquistare, mantenere e/o accrescere le proprie posizioni competitive contribuendo allo sviluppo delle economie dei vari paesi occidentali.

Molti studiosi, però sostengono che tutti i cambiamenti in atto nei sistemi economici avanzati faranno sorgere forti dubbi circa le concrete possibilità di reiterare anche in futuro tali modelli che realisticamente consentano alle imprese di affrontare le sfide dell'internazionalizzazione, della crescita e della innovazione con le caratteristiche di velocità, efficienza e competitività necessarie.

Inoltre, se il problema "finanziamento d'impresa" è di per sé argomento molto spesso determinante nella vita aziendale di imprese già esistenti, talvolta si tramuta in un vero e proprio ostacolo per l'attuazione di buone idee d'impresa che hanno, così, non poche difficoltà a tradursi in progetti.

A tal fine, dagli inizi degli anni '80 del secolo scorso, si è iniziato a parlare di finanza innovativa i cui sviluppi stanno consentendo non solo al sistema imprenditoriale, ma anche a quello bancario, ed agli Enti locali, di reperire capitali attraverso diverse forme di finanziamento: da operazioni di venture capital, o di cartolarizzazione a forme più sofisticate, come, appunto, il *Project Financing*.

La finanza innovativa consiste in una serie di attività di 'corporate finance' volte a fornire servizi avanzati e, appunto, innovativi. Genericamente, con tale termine ci si riferisce all'investimento istituzionale nel capitale di rischio, per cui si intende il complesso di risorse finanziarie - apportate da operatori specializzati (nazionali o esteri), con partecipazione al capitale (quote o azioni) o con sottoscrizione di titoli obbligazionari convertibili in

azioni - in aziende (target company) dotate di un progetto e di un potenziale sviluppo; oltre ai mezzi finanziari, l'investitore istituzionale apporta anche esperienze di tipo professionale, competenze tecniche, manageriali ed una serie di contatti con altri investitori ed operatori finanziari. I potenziali vantaggi legati a questo tipo di tecniche sono:

1. diversificare i canali di approvvigionamento di risorse finanziarie, a condizioni spesso più convenienti rispetto a quelle associate alle modalità tradizionali di finanziamento;
2. attuare tecniche di funding molto flessibili e quasi tailor made in cui vi è la possibilità di scegliere la durata del prestito e le modalità di ammortamento;
3. fronteggiare esigenze finanziarie anche di dimensioni ragguardevoli;
4. allargare la base dei potenziali investitori;
5. beneficiare del recupero della ritenuta fiscale.

Accanto a tali vantaggi le principali cautele da osservare sono:

1. verificare preventivamente l'esistenza di una convenienza economica rispetto alle forme di finanziamento tradizionali;
2. valutare con attenzione l'opportunità di ottenere un rating, un giudizio di valore legato anche alla capacità di rimborso del soggetto emittente che conferisca adeguata reputation e tranquillizzi gli investitori;
3. scegliere con attenzione l'intermediario/advisor che coadiuva nella scelta delle caratteristiche del prestito obbligazionario;
4. tener conto che i titoli in questione sono molto spesso privi di un mercato secondario;
5. monitorare il rischio di tasso legato alle emissioni.

La finanza innovativa abbraccia una serie di attività comprendenti principalmente:

- *Private Equity;*
- *Acquisition Financing;*

- *Merger and acquisition;*
- *Project Financing.*

Il *Private Equity*, costituisce l'attività più rappresentativa all'interno della finanza innovativa. Le diverse tipologie di investimento possono essere definite in relazione alle diverse fasi del ciclo di vita delle aziende in quanto, a seconda della fase di vita aziendale, anche l'intervento dell'investitore deve avere caratteristiche diverse che, stante le mutate dimensioni e prospettive, condizionano il mix di capitale e know how che l'investitore finanziario apporta.

Acquisition Financing, si riferisce al caso in cui le imprese decidano di perseguire un processo di crescita esterna (mediante acquisizioni e fusioni societarie) in alternativa alla crescita interna (mediante investimenti industriali). La prima permette alle imprese di acquisire in tempi brevi quote di mercato significative (approfittando anche di circostanze favorevoli all'acquisizione) e/o di attuare processi di integrazione verticale ed orizzontale con l'obiettivo di modificare a proprio vantaggio le condizioni concorrenziali del mercato. Questa è, generalmente, finanziabile, oltre che ricorrendo al mercato dei capitali (equity), anche tramite il debito (acquisition finance), oppure ricorrendo ad un adeguato mix delle due modalità.

Letteralmente *Merger and Acquisition* significa *"fusioni ed acquisizioni"* e ben rappresenta il tipo di attività svolta per disegnare (perseguire) processi di crescita esterna delle imprese e per ridefinire la struttura di gruppi societari in occasione di processi di sviluppo dell'impresa oppure in relazione a modifiche degli assetti proprietari.

Il *Project Financing* è una metodologia finanziaria, un processo rivolto al finanziamento di uno specifico progetto imprenditoriale legato ad un determinato investimento che viene realizzato, economicamente e giuridicamente, in modo separato dal patrimonio delle imprese che lo realizzano. A differenza dei finanziamenti all'impresa (o corporate) basati sulla valutazione dell'equilibrio economico-finanziario aziendale e degli effetti dei nuovi investimenti su tale equilibrio complessivo, tale tecnica si basa sull'analisi dell'equilibrio economico-finanziario di un singolo progetto

d'investimento. È, pertanto, un metodo per determinare una struttura ottimale di finanziamenti per la realizzazione di un progetto, nel cui ambito trovano applicazione i tradizionali strumenti di finanziamento, sia a titolo di capitale di rischio (equity), sia a titolo di debito (mutui a medio e lungo termine, prestiti subordinati, leasing, prestiti obbligazionari, anticipazioni IVA; ecc), sia infine, dove ne ricorrano i presupposti, contributi a fondo perduto (finanziamento pubblico).

5. Definizione e caratteristiche del Project Financing

Il *Project Financing* è emerso dalla pratica degli affari e dalla realtà economica quale una operazione complessa ma unitaria, che è stata variamente definita, a partire dall'ormai classica definizione datane da Peter Nevitt, secondo il quale il *Project Financing* consiste in *"un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare, sin dallo stadio iniziale, il flusso di cassa e gli utili dell'unità economica in oggetto come la sorgente di fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell'unità economica come garanzia collaterale del prestito"* [27].

Questa definizione ha il pregio di evidenziare quella che è la caratteristica fondamentale della *Finanza di Progetto*, vale a dire, l'attitudine dell'attività economico-finanziaria ad autofinanziarsi, cioè a produrre flussi di cassa di segno positivo in grado di compensare i flussi di prestito specificamente ottenuti per finanziare l'attività, garantendo al contempo un'adeguata remunerazione del capitale investito dai finanziatori.

La definizione del Nevitt, tuttavia, sembra semplificare eccessivamente la complessa realtà della finanza di progetto, per cui altri autori fanno riferimento ad altre definizioni, che riflettono meglio le caratteristiche strutturali di queste operazioni.

Si può, infatti, definire in maniera più esauriente il *Project Financing*

[27] Nevitt, *Project financing*, Laterza, Bari 1987.

come *"un'organizzazione costituita da una pluralità di soggetti allo scopo di finanziare la realizzazione e la gestione di un bene economico, in grado di remunerare, attraverso il proprio cash flow, l'investimento iniziale ad un tasso di rendimento di mercato. La caratteristica peculiare del project financing consiste nel fatto che i finanziatori accettano, a garanzia dei prestiti concessi, i flussi di cassa prodotti dalla gestione dell'opera, resi il più possibile stabili dai soggetti partecipanti all'operazione, attraverso accordi volti alla ripartizione dei rischi connessi all'iniziativa"*.

Questa seconda definizione consente di evidenziare un aspetto caratteristico delle operazioni di *Project Financing*, e cioè l'individuazione dei rischi, sia tecnici che finanziari, connessi al progetto e la loro copertura.

Infatti, poiché di solito le operazioni *di Project Financing* presentano un'elevata leva finanziaria, ma i beni della società di progetto sono nella gran parte dei casi insufficienti a garantire i finanziatori, i rischi connessi al progetto ed alle previsioni economiche che lo riguardano vengono ripartiti tra tutti i soggetti coinvolti nell'operazione, attraverso un sistema armonizzato di contratti.

Proprio la gestione del rischio finanziario associato ad ogni operazione rappresenta, forse, l'aspetto più tipico e caratteristico del *Project Financing*[28].

Sempre riguardo all'ultima definizione considerata, bisogna puntualizzare che non sempre i finanziatori accettano di concedere il prestito in base alla sola previsione che il progetto sarà in grado riprodurre adeguati flussi di cassa, ma, sovente, pretendono delle ulteriori garanzie dai promotori dell'iniziativa, garanzie che incidono o possono incidere direttamente sul bilancio dei promotori, invece che – secondo la logica del *Project Financing* – sul solo bilancio della società appositamente costituita al fine di gestire il progetto stesso.

I progetti possono essere di due tipi: di stock o di flow.

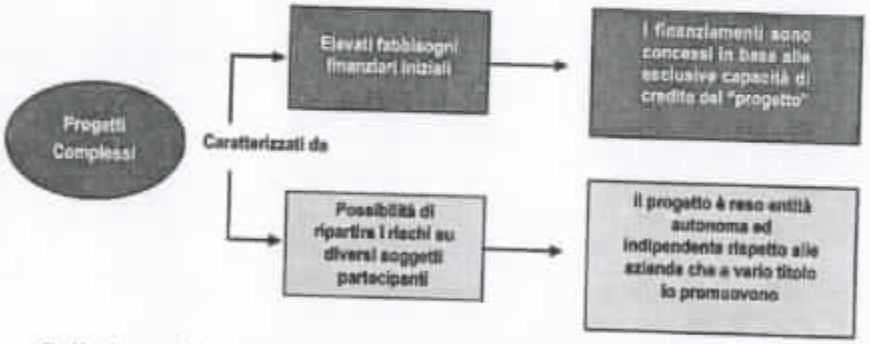
Nei progetti di tipo stock, le compagnie che estraggono risorse (petrolio od altri prodotti), vendono la produzione, ed usano i proventi per

[28] www.fonnaz.it

rimborsare i prestiti e remunerare il capitale fino a quando le risorse non si sono esaurite. Mentre i progetti di tipo flow (ferrovie ed autostrade), contano sui ricavi delle attività per ripagare i prestiti e remunerare il capitale[29].

Dunque il *Project Financing* è una metodologia finanziaria, un processo rivolto al finanziamento di uno specifico progetto imprenditoriale, caratterizzato da ampi livelli di complessità, di strutturazione, nonché dalla possibilità di ricorrere ad un elevato coinvolgimento di finanziamenti provenienti dal settore bancario. La principale garanzia per il rimborso dei finanziamenti è rappresentata dai flussi di cassa del progetto, che si devono manifestare con adeguati livelli di certezza, e da una efficace gestione dei rischi legati all'iniziativa, che permette di limitare la possibilità che i flussi di cassa previsti vengano meno. Inoltre, la valutazione di sostenibilità economico/finanziaria della singola iniziativa si basa esclusivamente sulla qualità (intesa come capacità di generare flussi di cassa a fronte di un determinato livello di rischio) del singolo progetto e non sul merito creditizio dei singoli azionisti[30].

La figura 1.1. ne specifica gli aspetti distintivi.



Sulla base di quanto detto, possiamo affermare che il *Project Financing* non può essere considerato né una tecnica né un semplice strumento

[29] www.altalex.it articolo di Antonio Floris 06.10.2003

[30] Fonte: Unità Tecnica Finanza di Progetto, "Il ricorso alla finanza privata per la realizzazione di opere pubbliche, introduzione alla finanza di progetto", Aprile 2002.

finanziario, ma un vero e proprio "approccio metodologico" volto a rendere possibile il finanziamento di progetti complessi, come le grandi opere infrastrutturali, e che può vedere, pertanto, il contributo congiunto di attori pubblici e privati.

In pratica, le realizzazione di un opera, quale ad esempio, un parcheggio, un impianto sportivo, una centrale eolica, un autostrada, un ospedale o altro progetto di edilizia sanitaria, un albergo o un ostello della gioventù, una linea metropolitana, un cimitero ecc., viene effettuata da una società neo costituita, i cui soci sono costruttori, imprenditori che gestiscono attività di servizi ed investitori privati, i quali presentano il progetto imprenditoriale al sistema bancario, al quale chiedono l'erogazione di finanziamenti ponendo a garanzia della restituzione e dell'equa remunerazione del capitale mutuato, non già i propri beni, bensì una parte dei flussi di cassa attesi dalla gestione dell'opera così realizzata, vale a dire il corrispettivo che ogni singolo utente dell'opera o del servizio è tenuto a pagare (tariffe, prezzi per locazioni di spazi commerciali, corrispettivi per singoli servizi o prestazioni rese dalla società che gestisce l'opera realizzata).

Un motivo importante per il quale può essere utile ricorrere al Project Financing è da collegare all'elevato debito pubblico di gran parte dei Paesi occidentali, che comporta forti vincoli allo sviluppo di progetti di investimenti di natura pubblica, soprattutto infrastrutturale. Le ragioni che spingono le autorità pubbliche a ricorrere al finanziamento privato per la realizzazione di un progetto sono legate alla possibilità di realizzare un'iniziativa di notevole interesse collettivo, limitandone l'impatto sul bilancio pubblico e senza assumere il rischio del mercato, che è a carico del privato. L'investitore privato ha tutto l'interesse a progettare l'opera nel modo più corretto, così da ridurre il costo di manutenzione e vedere accresciute le proprie prospettive di guadagno. Dal lato dell'amministrazione una buona progettazione è importante perché assicura un'opera di buona qualità e anche perché riduce la possibilità di varianti e quindi il rischio del prolungamento dei tempi di esecuzione dei lavori rispetto a quelli inizialmente previsti.

Per l'impresa a livello microeconomico la decisione di finanziare un progetto ricorrendo al Project Financing è legata ad altre valutazioni, che

lo rendono preferibile rispetto al tradizionale finanziamento d'azienda. Tra le ragioni più importanti che possono spingere un'impresa a considerare l'opportunità di fare ricorso al Project Financing, sicuramente può esserci la possibilità di limitare l'impatto sul proprio bilancio di un eventuale fallimento del progetto, possibilità che diventa essenziale qualora il progetto sia di dimensione rilevante rispetto alla base patrimoniale dei promotori. La possibilità di mettere in comune con altre imprese competenze e risorse su progetti innovativi ma caratterizzati da rischi superiori a quelli che possono essere assunti direttamente da ogni singola azienda sul proprio bilancio, costituisce un forte stimolo al ricorso al Project Financing. Altro elemento a favore del Project Financing è il suo trattamento contabile; infatti, con il Project Financing le imprese possono accedere a nuovi finanziamenti "fuori bilancio", evitando così di peggiorare i propri indici di indebitamento.

Ancora, con il Project Financing le imprese possono beneficiare di un'elevata leva finanziaria; con un flusso di cassa atteso "capiente" e un sistema coordinato di contratti sottostanti si potrà impostare un elevato rapporto di indebitamento sul progetto, con percentuali di debito che vanno anche dal 70% al 90% rispetto al capitale proprio.

Infine, altri vantaggi possono derivare dalle deduzioni fiscali o esenzioni d'imposta per investimenti di capitale effettuati da società di nuova creazione.

I possibili vantaggi del Project Financing appena accennati devono essere tenuti presenti al momento di scegliere se finanziare un determinato progetto con ricorso a questo strumento o al tradizionale indebitamento bancario. Tuttavia, in molti casi l'alternativa ha dei vincoli di libertà molto ridotti: l'elevata dimensione del progetto, la sua collocazione in un Paese estero o la necessità di concludere delle joint venture fa sì che spesso si possa procedere solo utilizzando tale tecnica di finanziamento. I promotori, infatti, non avrebbero la possibilità di offrire sufficienti garanzie patrimoniali per ottenere un finanziamento bancario oppure dovrebbero negoziare con i finanziatori in uno stato di inferiorità in termini di garanzie e condizioni generali.

A fronte di questi potenziali benefici, il Project Financing presenta per

le imprese alcuni inconvenienti. Il costo del finanziamento di un'operazione di Project Financing è verosimilmente più elevato rispetto a quello di un tradizionale finanziamento bancario di pari importo e caratteristiche. Il coinvolgimento di più finanziatori e di numerosi contraenti per dar luogo a una struttura contrattuale coordinata e coerente richiede tempo e competenze specifiche, che si riflettono in elevati costi legali, finanziari e tecnici. Se un Project Financing ha dei costi di organizzazione normalmente elevati è comprensibile che sia particolarmente indicato ed efficace per progetti di notevole dimensione. E ciò è tanto più vero quanto meno è diffusa a livello culturale e giuridico la conoscenza del Project Financing in un dato Paese. In un'operazione di Project Financing il controllo delle banche sul progetto è molto forte e ne riguarda tutti gli aspetti; ciò può essere indesiderato dalle imprese. Ulteriori svantaggi sono identificabili nell'impossibilità da parte di tutti i partecipanti del progetto di strutturare l'operazione sulla base delle proprie esigenze specifiche. La mediazione negoziale che sta dietro un'operazione di questo tipo è talmente delicata e complessa che possono verificarsi diversi momenti di "rottura" nel corso della strutturazione di un'operazione. È questa una caratteristica che talvolta limita la possibilità di ricorso a questa tecnica di finanziamento.

Nel paragrafo seguente vengono elencati i vantaggi e gli svantaggi di un'operazione di project financing.

Vantaggi e svantaggi del Project Financing

Vantaggi

Lo strumento del *Project Financing*, se applicato in modo corretto, dovrebbe essere in grado di superare le difficoltà storiche connesse alla realizzazione di opere pubbliche. Per evidenziare i vantaggi connessi ad un'operazione di *Project Financing* possiamo innanzitutto ricordare l'inefficacia riscontrata nell'operare dei soggetti pubblici. Questa inefficacia, derivante in prevalenza dal necessario iter burocratico-amministrativo da seguire quando i fondi volti a finanziare la realizzazione dell'opera sono

di provenienza pubblica, determina un meccanismo di controllo formale degli atti che comporta un notevole rallentamento dei tempi di esecuzione dell'opera ed, in taluni casi, la paralisi dell'attività intraprese. Il vantaggio derivante, invece, dal ricorso e dall'utilizzo del *Project Financing* consiste nel fatto che l'iter di valutazione ed approvazione è fissato dai soggetti finanziatoti privati in base ad una logica di mercato e non in base a procedure burocratiche. Inoltre l'intervento dei soggetti privati trae lo spunto da una loro libera iniziativa e non dal loro compito istituzionale di realizzare opere di interesse pubblico; appare evidente il loro interesse ad attivare e portare a compimento l'opera. Inoltre, il fatto che l'opera sia la principale fonte dei flussi di cassa per il pagamento del debito contratto contribuisce ad accrescere l'efficienza nella realizzazione e gestione dell'opera oggetto del finanziamento.

Con l'introduzione, nel nostro paese, di una serie di norme in tema di assegnazione di appalti e concessioni pubbliche, si è determinato un quadro di riferimento incentrato su criteri di trasparenza, che, unitamente alla particolare struttura dello strumento di finanziamento esaminato, comporta sicuramente un vantaggio in termini di raggiungimento dell'obiettivo dell'efficienza. A ciò c'è da aggiungere che la tecnica della finanza di progetto trasforma la realizzazione e la gestione delle opere pubbliche da attività prevalentemente pubbliche in attività veramente imprenditoriali. In altri termini, al perseguimento dei risultati esclusivamente sociali, si aggiunge, senza ovviamente ridurne la portata, quello dei risultati competitivi e reddituali.

Infine, il *Project Financing* garantisce al meglio la gestione della complessità delle procedure di appalto, finanziamento, realizzazione e gestione, grazie al concorso di competenze differenziate, di cui sono portatori i numerosi soggetti coinvolti in tale operazione. In particolare nell'esaminare i vantaggi e gli svantaggi della finanza di progetto è necessario effettuare una netta distinzione in relazione ai soggetti coinvolti, PA e *partner* privato.

Il coinvolgimento dei privati nell'ambito della realizzazione di opere pubbliche, unitamente all'utilizzo della concessione di costruzione e gestione, nonché di strumenti di finanza strutturata quale la finanza di progetto, può consentire al soggetto pubblico di ottenere importanti risultati, quali:

1. razionalizzazione del processo d'identificazione degli investimenti;
2. limitato utilizzo di risorse finanziarie dell'Amministrazione;
3. maggiore certezza sui costi e sui tempi d'investimento;
4. ottimizzazione della gestione delle diverse attività operative necessarie alla realizzazione del progetto grazie al coinvolgimento di soggetti specializzati;
5. ripartizione dei rischi e dei ricavi secondo le possibilità e le esigenze dei partecipanti al progetto[31];
6. maggior coinvolgimento dei soggetti finanziatori al successo dell'iniziativa;
7. maggior legame tra investimenti e risorse finanziarie impiegate.

Svantaggi

Gli ostacoli che impediscono una completa ed effettiva realizzazione di operazioni di *Project Financing* vanno ricercati nella sua estrema complessità. In particolare si segnalano:

Il costo rilevante della fase preliminare volta ad ottenere l'accordo tra i soggetti partecipanti all'iniziativa. Nel corso di tale fase è spesso necessario ricorrere a numerose e costose consulenze finanziarie, tecniche, giuridiche e fiscali. Tali costi non sempre vengono recuperati con certezza se si pensa che, a seguito della normativa in tema di appalti pubblici, tale evento si manifesta solo dopo che la proposta di realizzazione e gestione dell'opera, ricevuto il vaglio della pubblica amministrazione, venga dichiarata di "pubblico interesse".

I tempi, spesso più lunghi rispetto a quelli necessari ad effettuare un'operazione di finanziamento tradizionale, necessari a strutturare l'operazione. Ciò è dovuto principalmente al fatto che il sistema creditizio, non disponendo di rilevanti garanzie reali, deve svolgere approfondite indagini di fido in proprio, cercando di raggiungere un quadro quanto più probabile possibile

[31] www.forumpa.it articolo di Ilaria Bramezza

di quella che potrà essere l'evoluzione economico-finanziaria del progetto.

La presenza di rischi più consistenti e di natura differente rispetto a quelli normalmente affrontati in un'operazione di finanziamento tradizionale. Si tratta dei rischi a cui i finanziatori devono sottostare, in mancanza di solide garanzie reali. A ciò si aggiungano i maggiori rischi assunti dagli sponsors e da tutti i soggetti coinvolti nell'operazione: il successo dell'operazione di *Project Financing* dipende dal comportamento di un numero molto elevato di soggetti; il rischio che ciascuno di essi corre non deriva solo dal proprio comportamento, ma anche da quello di tutti gli altri.

Un costo di indebitamento più elevato rispetto a strumenti finanziari tradizionali. Questo maggiore costo è dovuto, ancora una volta, all'assenza di garanzie reali. In altri termini, i finanziatori sono disposti a correre maggiori rischi ma richiedono una remunerazione più elevata.

Complessità del processo di identificazione ed allocazione dei rischi.

Maggiori costi di strutturazione dell'operazione: ma la Pubblica Amministrazione dovrà tenere in considerazione il fatto che a fronte dei suddetti costi, con la *Finanza di Progetto* si ottiene un maggiore trasferimento dei rischi sulle diverse controparti coinvolte (costruttore, azionisti, società specializzata, banche finanziatrici, la società di progetto).

6. Tipologie di Project Financing

Da un punto di vista strettamente finanziario è possibile classificare le strutture di *Project Financing* in funzione della tipologia di rivalsa dei soggetti finanziatori sugli azionisti della *Società di Progetto*.

In particolare è possibile identificare:

- Operazioni *"senza rivalsa"* (*without recourse*): operazioni di *Project Financing* in cui è esclusa la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti; in questo caso le banche operano secondo logiche non tradizionali, accollandosi rischi vicini a quelli imprenditoriali, alternativamente esistono soggetti terzi che forniscono singolarmente od in modo combinato appropriate garanzie. In questo caso si realizza una effettiva separazione ed un'indipendenza assoluta del progetto. La capacità dell'iniziativa di generare profitti, insieme alle attività ed ai beni del progetto ed alle forme di tutela contrattuale stabilite, costituiscono gli unici elementi rilevanti per i finanziatori, ai fini della valutazione della capacità di servizio del debito del progetto. Non è previsto, infatti, alcun tipo di garanzia di rivalsa nei confronti dei promotori dell'iniziativa. Questa, in verità, è un'ipotesi piuttosto rara nella realtà, tuttavia possibile, almeno per limitati periodi di vita di un'operazione[32].
- Operazioni con *"rivalsa limitata"* (*limited recourse*): operazioni di *Project Financing* in cui la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti è limitata nel tempo, nell'ammontare e nella qualità. In questo caso, a garanzia del finanziamento, oltre ai flussi di cassa del progetto, sono presenti anche elementi esterni di supporto all'iniziativa, che si potrebbero definire garanzie di "seconda linea". Si tratta prevalentemente di obbligazioni contrattuali a carico dei promotori (o anche di terzi), che si aggiungono alla capacità del progetto di generare profitti, ai contratti commerciali e finanziari sottostanti ed alle attività ed ai beni del progetto. Si parla di rivalsa limitata poiché tali garanzie accessorie non coprono, generalmente, l'intero importo del progetto; quindi una parte del rischio commerciale viene di fatto assunto dalle banche.
- Operazioni con *"rivalsa piena"* (*total recourse*): operazioni di *Project Financing* in cui la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti della *Società di Progetto* è totale. In questo caso vengono a cadere i presupposti del *Project Financing*, anche se non viene a mancare la capacità del settore privato di intervenire nella costruzione, finanziamento e gestione delle iniziative[33].

Appare opportuno sottolineare che, benché il *Project Financing* "puro" sia definito *non-recourse financing*, in realtà ciò è possibile solo in presenza di un'elevata capitalizzazione della società di progetto. Le banche, nella

[32] www.formez.it, *La Finanza di progetto*.

[33] http://www.utfp.it

maggior parte dei casi, richiederanno qualche forma di garanzia, anche collaterale, ed un limitato coinvolgimento del promotore, alternativamente in termini di:

- *Tempo*: soprattutto durante il periodo di costruzione;
- *Ammontare*: lo sponsor è responsabile per tutta la durata del progetto di importi parziali oppure è chiamato ad apportare ulteriori quote di capitale di rischio se aumentano i costi dell'operazione;
- *Qualità*: specifiche obbligazioni impongono di gestire efficacemente l'impianto e di garantire certi livelli di performance[34].

A questo punto, bisogna accennare a due tipici benefici che vengono conseguiti col ricorso alla *Finanza di Progetto* e precisamente:

a. *la collocazione fuori bilancio dell'iniziativa;*
b. *l'isolamento del progetto, sia sul piano giuridico che contabile, dalle altre iniziative degli sponsors, i quali risponderanno solo della propria quota di partecipazione al capitale.*

L'isolamento del progetto dalle altre iniziative dei suoi promotori (cd. *ring fence*), si realizza attraverso la costituzione, con versamento del capitale proprio a carico degli sponsors, di una *Società di Progetto*, o Project Company, che ha come esclusivo oggetto sociale la realizzazione del progetto stesso ed il suo sfruttamento economico, ed alla quale fanno riferimento tutti i diritti e gli obblighi relativi all'investimento.

Il destinatario dell'investimento risulta essere la stessa società di progetto. Da ciò derivano due importanti conseguenze:

- il finanziatore resta protetto da eventuali situazioni di insolvenza dei promotori, in quanto è la società di progetto ad incamerare i redditi derivanti dallo sfruttamento dell'opera;
- la capacità d'indebitamento degli sponsors non viene diminuita dal finanziamento del progetto, in quanto è la società di progetto la beneficiaria di quest'ultimo; in altri termini il progetto è gestito fuori bilancio dai suoi promotori[35].

[34] G. Cappellini, S. Gatti, 1997, p. 70.

[35] Nel bilancio dei promotori figurerà solo l'iscrizione nell'attivo della partecipazione acquistata della

Per tutti questi motivi, la creazione di una società di progetto risulta conveniente sia per i finanziatori sia per i promotori dell'iniziativa, e costituisce la regola nelle operazioni di *Project Financing*[36].

7. I soggetti coinvolti nel Project Financing

Le considerazioni appena presentate possono indurre a credere che il *Project Financing* sia semplicemente un modo differente di affrontare il rapporto banca-impresa. In realtà il novero dei soggetti coinvolti in questa formula non è circoscritto a queste due importanti categorie ma si estende anche ad altri. L'essenza di un'operazione di *Project Financing* risiede infatti nella costruzione di una coalizione di interessi tra soggetti diversi, che partecipano all'investimento se viene loro prospettata una combinazione rischio-rendimento accettabile. Per alcuni dei soggetti coinvolti il rendimento non va inteso esclusivamente in termini finanziari, infatti la convenienza dell'operazione può dipendere anche dai vantaggi di natura strategica che essa genera (per esempio in termini di mercati di sbocco o di canali di approvvigionamento) o, per dei soggetti pubblici, dalle economie esterne che consente di realizzare.

In generale, tuttavia, affinché la coalizione di interessi sia raggiunta, è necessario che ciascuno dei soggetti che partecipano rivesta uno o più ruoli specifici, assumendosi i corrispondenti rischi[37]. Prima di procedere ad analizzare il ruolo dei diversi soggetti coinvolti in un'operazione di *Project Financing* appare opportuno precisare che gli attori assumono ruoli che spesso si sovrappongono, confondendosi.

La principale categoria di attori è senz'altro quella dei *promotori* ("sponsor, *che vedono la convenienza dell'attuazione del progetto, pro-*

società di progetto e, eventualmente l'iscrizione nei conti d'ordine dei possibili impegni di garanzia assunti. Per godere di tale vantaggio però gli sponsors devono possedere una quota nel capitale della project company inferiore al 50%, altrimenti si rende necessario redigere il bilancio consolidato. G. Imperatori, 2003, p. 44.

[36] www.formez.it, *La finanza di progetto*.

[37] *Il Project Finance, principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, CARIPLO, 1997.

pongono l'operazione e forniscono parte del capitale di rischio insieme ad eventuali garanzie collaterali"[38]). È possibile che sia presente un unico sponsor, ma generalmente più imprenditori partecipano all'iniziativa. Inoltre, il promotore, non sempre, è identificabile con colui che ha avuto l'idea del progetto, come accade spesso nell'ambito dei progetti pubblici. Gli sponsor, infatti, si aggiudicano la concessione di costruzione e gestione dell'opera sulla base di una gara indetta su iniziativa della Amministrazione Pubblica, ferma restando la possibilità di iniziativa privata introdotta dalla recente normativa[39]. I promotori possono essere identificati in:

- *un soggetto privato;*
- *un ente pubblico;*
- *un investitore finanziario.*

Lo sponsor privato sarà, nella maggior parte dei casi, un imprenditore operante nel settore specifico dell'iniziativa, che vede nel progetto un'occasione di ulteriore sviluppo della propria attività. Tuttavia è possibile avere soggetti interessati solo in via secondaria agli utili del progetto. È il caso dell'impresa fornitrice di impianti, che utilizza il *Project Financing* come strategia di marketing per garantirsi la commessa, oppure dell'acquirente del prodotto finale che desidera assicurarsi un bene o servizio di importanza vitale per la sua attività[40].

Lo sponsor pubblico in Italia può essere rappresentato da un ente locale o da un'azienda municipalizzata, che costituisce una società mista con imprenditori privati per la realizzazione di iniziative di pubblica utilità. Infine, il caso dell'investitore puro è estremamente raro, in quanto tale figura è caratterizzata da una elevata propensione al rischio. Anche le banche possono assumere tale posizione qualora il progetto si presenti altamente remunerativo e con buone probabilità di successo.

I promotori (o sponsor del progetto) sono, pertanto, coloro che forniscono principalmente il capitale di rischio e promuovono la realizzazione

38 M. Cataldo, 1995, p. 39.

39 Art. 37 bis, Merloni Ter.

40 G. Imperatori, 2003, pp. 83-84.

dell'iniziativa, seguendone lo sviluppo dalla fase di progettazione o da quella di esecuzione fino a quella finale di gestione operativa e commerciale delle opere realizzate.

I promotori non sono necessariamente identificabili con coloro che hanno avuto l'idea del progetto e che ne stimolano l'attuazione, ad esempio nei casi delle grandi opere infrastrutturali chi rende esecutiva l'idea è in genere la pubblica amministrazione. I promotori sono generalmente le imprese interessate alla gestione imprenditoriale del progetto; nella maggior parte dei casi si tratta di imprenditori operanti nel settore specifico dell'iniziativa che vedono nel progetto un'occasione di sviluppo della propria attività. Lo stimolo ad agire quale promotore di un progetto qualche volta può essere il bisogno di assicurare o migliorare un servizio o una fornitura di importanza vitale per l'attività del promotore; ad esempio un'impresa industriale può promuovere la costruzione di una centrale di energia elettrica vicino ai propri stabilimenti per acquistarne una parte dell'energia prodotta allo scopo di soddisfare i propri bisogni. Anche soggetti pubblici (Stato, enti locali, agenzie governative, ecc.) possono partecipare come promotori alla realizzazione di un progetto ed in genere questo avviene soprattutto se ci sono obiettivi di sviluppo economico associati al progetto. Nel nostro ordinamento quando si parla di promotore si fa riferimento a un soggetto privato, adeguatamente qualificato.

L'attività principale dei promotori consiste nell'implementazione del progetto, ossia la strutturazione progettuale dell'iniziativa sotto il profilo tecnico, giuridico, operativo e finanziario. Il lavoro di strutturazione dell'iniziativa è estremamente complesso e rappresenta un elemento fondamentale per il successo del progetto. È infatti in questa fase che vengono messi insieme tutti gli elementi del progetto: un'identificazione errata dei diversi elementi, sia economico-finanziari che tecnico-giuridici, può condizionare pesantemente e in senso negativo l'iniziativa. Ecco perché la nascita di un nuovo progetto, sia esso di iniziativa di autorità pubbliche sia esso di iniziativa di privati, rappresenta un compito gravoso, che solitamente ha bisogno di consulenza qualificata.

Tra le principali variabili da analizzare per l'implementazione di un

progetto vi sono: la tecnologia, le fonti di approvvigionamento delle materie prime, il mercato, la struttura societaria con attenzione alla forma giuridica che assicura i maggiori vantaggi al progetto anche in termini fiscali, i criteri per impostare una corretta gestione economica, i contratti con le controparti commerciali, il quadro economico-finanziario in termini di dimensionamento del fabbisogno d'investimenti e di individuazione delle coperture finanziarie, sia per il capitale di debito sia per il capitale proprio. Se il progetto è di origine pubblica, ai principali elementi da considerare si aggiungono: la minimizzazione del carico finanziario pubblico, la strutturazione di un progetto e di una relativa concessione di costruzione "bancabile", il sistema eventuale degli incentivi e il regime delle tariffe.

In questo caso, come precedentemente detto, i promotori non sono coloro che hanno avuto l'idea e hanno stimolato il progetto ma sono semplicemente coloro i quali hanno vinto una gara indetta da un soggetto pubblico per la concessione di costruzione e gestione di un'opera da realizzare attraverso una società di progetto, costituiscono tale società, mettono il capitale di rischio e si assumono l'onere di implementazione dello stesso.

Quando il progetto ha natura industriale e resta in ambito strettamente privatistico, il ruolo dei promotori si estende alla fase di ideazione e di strutturazione originaria del progetto, che comporta spese notevoli soprattutto in termini di consulenze. I promotori devono, nella maggior parte dei casi, sostenere autonomamente la copertura di queste spese, con il rischio che l'iniziativa non si concretizzi e che i costi restino improduttivi.

Le banche pongono particolare attenzione ai promotori di un progetto, soprattutto con riguardo alla loro capacità professionale di gestirlo e patrimoniale di far fronte agli eventuali diritti di rivalsa. È proprio la professionalità dei promotori, infatti, la precondizione più importante per il successo dell'iniziativa.

Il successo di un Project Financing dipende da tanti fattori, ma non può prescindere dal sostegno coordinato e costante dei promotori.

L'ente pubblico concedente: tale soggetto si pone in una posizione particolare rispetto agli altri, per la natura degli obiettivi che persegue. Infatti, se per la componente privata lo scopo primario è una remunerazione del capi-

tale investito superiore o almeno confrontabile con forme alternative di investimento a lungo termine, "*la pubblica amministrazione ha obiettivi legati all'ottimizzazione dei rendimenti sociali dell'intervento*"[41]. I suoi compiti potranno essere sia di carattere interno all'iniziativa (sponsor, finanziatore, garante) che esterno. In quest'ultimo caso i suoi ruoli riguarderanno:

- la regolazione ed il coordinamento delle decisioni assunte dai soggetti coinvolti nell'operazione. Tale attività si concretizza nella emanazione di atti normativi riguardanti la programmazione economica, gli indirizzi e le modalità di intervento ed in una seconda fase, nella vigilanza e nel monitoraggio circa il raggiungimento degli obiettivi prefissati;
- l'individuazione dei singoli interventi e delle caratteristiche prestazionali, attraverso valutazioni comparate per ottimizzare gli effetti dell'investimento pubblico;
- i controlli amministrativi, che comprenderanno la verifica della conformità del progetto alle norme urbanistiche ed ambientali, il rispetto delle normative nazionali e comunitarie nelle procedure di selezione dei soggetti privati, la compatibilità del progetto con le altre opere ad esso collegate;
- l'individuazione di eventuali meccanismi di modulazione tariffaria, ispirati a principi di solidarietà sociale[42].

Ancora, possiamo dire, che la pubblica amministrazione è il soggetto fondamentale nelle operazioni di *Project Financing* in quanto è l'unico in grado di trasferire alla società di progetto le funzioni ed i diritti necessari a realizzare e gestire l'opera, sotto forma di concessione di costruzione e gestione la quale prevede che l'opera, realizzata tramite la tecnica della *Finanza di Progetto*; venga restituita all'ente pubblico concedente al termine del periodo di concessione[43]. Come sopra evidenziato non di rado l'ente pubblico assume le funzioni di promotore nonché di finanziatore almeno parziale

41 C. Gorelli, P.M. Piacentini, P. Restirolla, 1995, p. 16.
42 M. Cataldo, 1995, pp. 34-39.
43 I. Spina, L. Rivoeccio, 2003, p. 3.

fornendo capitale di rischio o contributi a fondo perduto. Lo strumento della concessione di costruzione e gestione è stato utilizzato nel nostro paese per la realizzazione di alcune opere, tra le quali si ricorda la realizzazione della rete autostradale; esso consente al soggetto pubblico di diminuire l'impegno verso tali forme di intervento ed, inoltre, assicura, tramite il riscatto alla scadenza della concessione, la proprietà dell'opera realizzata. L'adozione di questo strumento in operazioni di *Project Financing* presuppone, ovviamente, che il termine della concessione sia tale da consentire lo sfruttamento dell'opera per il periodo di tempo necessario a conseguire un adeguato ritorno economico al soggetto privato concessionario.

La società di progetto (special purpose vehicle, SPV): è l'ente economico, che separa le attività del progetto da quelle dei promotori, realizzando così l'isolamento giuridico-finanziario tipico di questa operazione. "*La società è costituita dai promotori per realizzare il progetto, ma potranno partecipare al suo capitale di rischio anche costruttori, fornitori, utilizzatori dell'opera*"[44]. La forma giuridica assunta è quella che meglio si adatta all'iniziativa e, di solito, combacia con la responsabilità limitata delle società di capitali (Spa o Srl). Tale configurazione, infatti presenta vantaggi quali:

- limitare l'impegno dei promotori all'equity della project company, a meno di eventuali garanzie collaterali di carattere finanziario o cauzionale;
- facilitare il controllo della società di progetto da parte delle banche finanziatrici, che potranno acquisire pegno sulle azioni della società e, di conseguenza, subentrare in casi estremi alla gestione della società.

La società di progetto è, dunque, il soggetto principale in un'operazione di project financing. Infatti solo se il raggruppamento di imprese che si è aggiudicato la concessione costituisce la SPV si realizza un'operazione di *Project Financing*, in caso contrario si ha la tradizionale concessione di costruzione e gestione. La società di progetto subentra nel rapporto concessorio, diviene concessionaria a titolo originario e sostituisce l'aggiudicatario in tutti i rapporti con l'amministrazione. Il capitale di rischio della SPV coinci-

[44] F. Insinga, 1995, p. 351.

de con il capitale di rischio che è rappresentato dalle azioni/quote sottoscritte dagli azionisti. Inoltre essa acquisisce il capitale di prestito reperito sul mercato finanziario od i contributi pubblici, provvede a svolgere le funzioni organizzative e direttive dell'attività economica del progetto in qualità di concessionaria dell'opera. Si ricorda che la creazione di una società ad hoc per la realizzazione e la gestione del progetto dotata di autonomia giuridica ed economica, consente ai promotori di separare in modo netto il progetto finanziario dalla propria situazione economica ed, inoltre, di non assumere completamente e direttamente i rischi dell'operazione (che vengono distribuiti tra tutti i soggetti partecipanti all'operazione). Nell'ottica dei finanziatori, poi, la creazione di una SPV correttamente capitalizzata, che permetta di separare le attività dei promotori da quelle della società realizzatrice, consente una sorta di priorità sul cash flow di gestione dell'opera realizzata e, dunque, la garanzia della restituzione del finanziamento erogato. Poiché, d'altre parte, si tratta di opere che producono, oltre che un ritorno economico, benefici sociali collettivi, appare opportuna la partecipazione al capitale della SPV degli enti pubblici più direttamente interessati alla realizzazione dell'infrastruttura pubblica. In base alla composizione societaria pubblica o privata della società di progetto possiamo distinguere tra:

Project Financing pubblico: se il capitale è conferito interamente o prevalentemente da un ente pubblico, come accade nel caso di una amministrazione che decida di gestire opere e servizi "in economia", oppure di un'impresa pubblica.

Project Financing misto: se al finanziamento della società partecipano soggetti pubblici e privati.

Project Financing privato: se i privati danno vita ad una forma associativa, mediante una società od un'associazione temporanea di imprese e consorzi[45].

L'attività operativa sarà realizzata direttamente dalla società di progetto, oppure potrà essere esternalizzata[46], e in questo caso la *project company*

[45] P. De Siary, M. Miscali, 1995, pp. 23-24.

[46] Nel caso di ottenimento della concessione di costruzione e gestione di un'opera pubblica c'era l'ob-

svolgerà una funzione di coordinamento delle prestazioni di altri soggetti.

I consulenti: permettono alle Autorità Pubbliche di identificare la migliore soluzione progettuale. Inoltre, per conto dei promotori, verificano ed elaborano tutte le informazioni sul progetto (prodotto, mercato, concorrenza, rischi Paese, natura dei costi e dei ricavi ecc.). Ai consulenti ricorrono i promotori per risolvere particolari problemi tecnici, fiscali, legali o finanziari. La loro selezione è un momento importante che deve essere guidata sia dalla qualità della prestazione attesa e dalla competenza nei campi specifici, che da considerazioni meramente economiche. Nel processo di selezione dei consulenti gli sponsor devono quindi bilanciare questi due pesi, perciò sarà opportuno redigere un documento che individui gli obiettivi ed i contenuti dell'incarico (termini di riferimento), insieme ad un budget di spesa congruo[47]. Di solito i consulenti necessari possono essere suddivisi in tre tipologie:

- consulenti finanziari (*financial advisor*);
- consulenti legali e fiscali;
- consulenti tecnici.

I consulenti finanziari hanno come ruolo principale la preparazione di uno studio di fattibilità attendibile, che includa la pianificazione e la formulazione di un'ipotesi di struttura finanziaria cosiddetta "bancabile". L'advisor predispone, sulle basi delle informazioni contenute nel business plan, un modello finanziario con le proiezioni economico-finanziarie del progetto, valutando i rischi connessi al progetto stesso, cercando di trovare le strategie per mitigarli, gestirli ed allocarli.

I consulenti legali si occupano dell'aspetto contrattuale del progetto assicurando quella fitta rete di rapporti che caratterizzano il *Project Financing*. Devono avere una grossa esperienza e conoscere il sistema giuridico e regolamentare del paese e del settore in cui il progetto verrà realizzato.

bligo di appaltare ad imprese terze una percentuale non inferiore al 30% dei lavori. Con la Merloni quater tale obbligo è venuto meno e adesso è facoltà della SPV scegliere se appaltare o meno a terzi parte del progetto.

47 R. Albisetti, 2000, p. 171.

In particolare se il progetto è sottoposto a controllo pubblico, particolare attenzione è rivolta a valutare gli effetti di eventuali modifiche dei decreti relativi al rapporto concessorio. "*Di solito law firm con esperienza internazionale sono preferite a quelle con esperienza circoscritta all'ambito europeo, in quanto si ritengono più preparate a presagire l'insorgere di eventuali problemi ed ad approntare soluzioni flessibili*"[48].

I consulenti fiscali, invece, offrono il loro supporto per minimizzare il carico della variabile fiscale, determinante per rendere vantaggiosa un'operazione.

Infine i consulenti tecnici individuano e valutano i rischi di natura tecnologica connessi all'operazione, per comprendere se le proiezioni economiche-finanziarie sono congruenti con la fattibilità tecnica dell'opera o trovano in essa qualche ostacolo. Inoltre compiono anche un'attività di monitoraggio della fase di esecuzione dell'opera, per conto dei finanziatori[49].

La *società di engineering* si occupa della progettazione dell'impianto qualora gli sponsor non vi provvedano direttamente. Esplica un ruolo importante soprattutto nella stima dei costi di realizzazione dell'opera.

Gli investitori ed i finanziatori: gli investitori sono coloro i quali forniscono il capitale di rischio al progetto. Si tratta solitamente dei promotori, ma parte dei capitali possono essere sottoscritti dai soggetti pubblici come del resto anche dai costruttori. I finanziatori, che si contrappongono agli investitori, sono i prestatori di mezzi di terzi ed, oltre a fornire la quota più rilevante di risorse finanziarie, assumono funzioni di organizzazione e gestione dei prestiti. Si collocano in tali categorie: banche, società d'affari, enti finanziari multilaterali, investitori istituzionali[50]. Gli enti creditizi, cui rivolgersi per il finanziamento, vengono generalmente selezionati dagli sponsor nell'ambito delle grandi banche internazionali. Spesso i finanziatori, in considerazione dell'importanza dell'opera da realizzare, si uniscono in un pool di istituti creditizi con caratteristiche e standing diver-

48 C. Chance, 1991, pp. 16-17.

49 U. Draetta, C. Vacca, 1997, pp. 16-17.

50 Gli investitori istituzionali sono coinvolti quando gli sponsor, direttamente od indirettamente, emettono titoli obbligazionari e/o fanno aumenti di capitale. P. De Sury, M. Miscali, 1995, p. 103.

si. Le banche, cui lo sponsor si rivolge per proporre il progetto ed il piano finanziario, svolgono un'accurata analisi dell'investimento da finanziare, applicando apposite tecniche di calcolo di convenienza economica volte a valutare la bancabilità.

I progettisti: sono una figura altrettanto rilevante nel panorama della struttura del *Project Financing* in quanto sono coloro che sviluppano le varie fasi dei progetti di un'opera pubblica da quello di massima sino a quello esecutivo.

Gli appaltatori (*contractors*): sono coloro che si aggiudicano i contratti per l'esecuzione delle opere, mediante gare di appalto. Nella fase di gestione essi svolgono spesso l'attività di manutenzione. Il criterio usato per la scelta del contractor si fonda sulla offerta al prezzo più basso, ma soprattutto sulla sua affidabilità e competenza; ferme restando le prescrizioni in materia di opere pubbliche che prevedono l'utilizzo del criterio dell'offerta "economicamente più vantaggiosa"[51]. Dal contractor dipende la buona riuscita dell'operazione, e sue eventuali inadempienze contrattuali, come il mancato completamento dell'impianto entro date stabilite, hanno sempre effetti fortemente negativi sui risultati economici e finanziari ("*idealmente il costruttore dovrebbe essere una società che ha realizzato con successo progetti analoghi ed avere l'esperienza tecnica per superare ogni problema*"[52]).

I realizzatori: si tratta dei soggetti che realizzano l'opera e che spesso assumono il ruolo di promotori e di investitori. La figura di un soggetto che sia al pari realizzatore e promotore diviene di estrema importanza in tutte quelle opere nelle quali non si riesce a creare quei flussi autonomi tali da generare una redditività adeguata. Nella fattispecie potrebbe esserci un interesse specifico personale da parte del promotore a partecipare ad un'iniziativa, con il concorso pubblico, al fine di ottenere appalti a titolo personale.

[51] L'offerta migliore è determinata sulla base di diversi fattori cui è attribuito un punteggio: prezzo, durata della concessione, durata del cantiere, tariffe del servizio erogato, valore tecnico ed estetico delle opere, ecc.

[52] P.K. Nevitt, 1989, p. 42.

I gestori: hanno l'esercizio, lo sfruttamento economico e talvolta anche la manutenzione dell'opera. Si identificano spesso con gli appaltatori, specialmente quando le operazioni si basano sulla concessione di realizzazione e gestione. Di solito si preferisce un gestore con una certa esperienza nel condurre impianti analoghi. Avere una buona squadra di gestione è fondamentale, poiché il ripagamento delle risorse è conseguito proprio nella fase di gestione[53].

Imprese di assicurazione: offrono garanzie di natura contrattuale per la copertura totale o parziale di determinate categorie di rischi che le controparti ritengono non conveniente o non possibile assumersi.

Gli acquirenti-utenti futuri giocano un ruolo fondamentale, giacché nessuna operazione di *Project Financing* può essere realizzata, se prima non si individuano chiaramente gli acquirenti dell'output. A tale scopo occorrerebbe stipulare con essi contratti di tipo "*take or pay*"[54] o "*take and pay*"[55] al fine di assicurarsi la vendita dell'output e quindi di garantire entro un certo margine di sicurezza i futuri flussi di cassa, a condizione che l'acquirente sia degno di fiducia.

I fornitori sono coloro che si aggiudicano i contratti per l'esecuzione di specifici lavori o per la fornitura di beni e servizi. Svolgono un ruolo essenziale nell'operazione di *Project Financing*, poiché il rispetto delle condizioni negoziate, relative ai costi ed ai tempi di consegna, è di fondamentale importanza per il successo economico dell'operazione. A tal fine vengono stipulati con i fornitori contratti del tipo "*put-or-puy*" o "*supply-or pay*", in cui il fornitore è obbligato a procurare il prodotto o servizio a

[53] R. Maino, 1993, p. 428.

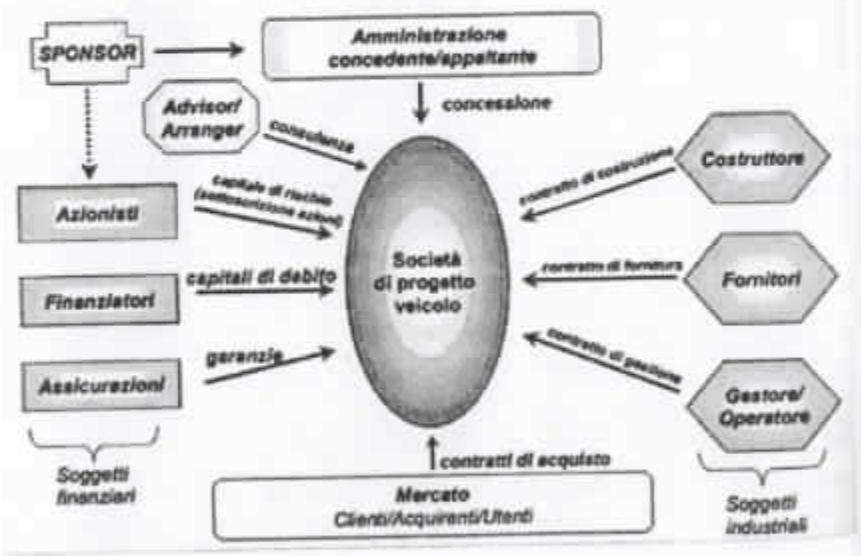
[54] È un'obbligazione che garantisce il versamento periodico di un certo importo minimo, in quanto l'acquirente si impegna incondizionatamente a pagare beni e servizi, sia che vengono consegnati o meno. Di solito tale contratto viene utilizzato per i progetti relativi a miniere, raffinerie, impianti petrolchimici, centrali elettriche, impianti di cogenerazione di energia. Il vantaggio per l'acquirente deriva dalla possibilità di assicurarsi una fornitura costante di una materia strategica o di una fonte di energia a prezzi prestabiliti (si pensi al caso in cui un'impresa proceda alla costruzione di una centrale di produzione elettrica con l'obiettivo principale di acquistare l'energia per autoconsumo). Il promotore cercherà di assicurare che il progetto produca il servizio desiderato, garantendo un flusso di cassa costante al finanziamento dell'opera.

[55] È il contratto in cui il sottoscrittore si impegna a garantire un flusso di cassa minimo alla società di progetto solo nel caso in cui questa è in grado di garantire la consegna del prodotto o servizio.

prezzi determinati durante un certo periodo di tempo. I fornitori devono sapersi distinguere per la loro serietà e la loro capacità di adempiere agli impegni. Inoltre potranno essere valutati in base alle condizioni offerte in termini di dilazioni di pagamento e di tassi di interesse, in quanto il ricorso al credito dei fornitori può diventare un'alternativa all'indebitamento.

La figura riportata di seguito, mette in rilievo le molteplici relazioni che si vanno ad instaurare in un'operazione di *Project Financing*. Tutte queste relazioni, come è facile intuire, ruotano intorno ad un protagonista principale: *la società di progetto*. Inoltre tutte le iniziative realizzate tramite il ricorso alla finanza di progetto non si fondano su di un unico contratto ma risultano da una molteplicità di contratti ognuno dei quali ha una controparte fissa, che è, ancora una volta *la società di progetto*.

Figura 1.2.



Abbiamo visto come un'operazione di *Project Financing* comporti la partecipazione di più soggetti che, pur animati dall'obiettivo comune, di realizzare un'opera pubblica, agiscono cercando di massimizzare la propria funzione di utilità. Ciò comporta l'instaurarsi di relazioni tra i soggetti coinvolti complesse, caratterizzate soprattutto dalla loro diversa percezione dei rischi connessi all'operazione. Questo condiziona il relativo processo di allocazione che si realizza operativamente mediante la stipula di contratti il cui compito è di regolare i rapporti tra i diversi soggetti coinvolti in un'operazione di *Project Financing*.

In teoria i rischi dovrebbero essere allocati tra i soggetti in grado di gestirli efficientemente e, nel caso di un'operazione in finanza di progetto, tale processo dovrebbe essere attuato dalla società di progetto che ha il compito di realizzare e gestire l'opera individuando tutte le parti che hanno nel controllo di uno specifico rischio le leve per agire con efficacia, ossia di minimizzarlo.

Nella pratica non sempre si attua quest'approccio, l'incapacità di allocare correttamente i rischi determina una sovrastima dei costi di realizzazione dell'opera, con l'effetto finale di determinare una situazione di possibile non bancabilità dell'operazione stessa. In altri termini, le difficoltà legate all'individuazione e quantificazione dei rischi, unite alla loro non corretta allocazione insieme all'avversione al rischio di molti operatori, determinano la non sostenibilità finanziaria di un progetto che, probabilmente, avrebbe potuto essere realizzato se il processo legato alla gestione dei rischi avesse individuato e coinvolto tutti i soggetti in grado di sostenerli. I motivi di tale situazione vanno cercati nella superficialità con la quale si affronta tale problema nella fase di analisi del progetto: normalmente, durante la fase progettuale si tende a procrastinare l'analisi dei rischi di un'operazione e della loro allocazione, scaricando il problema a valle, dove però maggiori diventano le difficoltà di individuare soluzioni praticabili. La massimizzazione del proprio specifico interesse non favorisce la collaborazione ed il coinvolgimento dei diversi soggetti che invece è fondamentale per individuare il giusto equilibrio nella distribuzione dei rischi di un progetto[56]. Nel nostro paese, a questa difficoltà, se ne aggiunge un'ulteriore: mancano, sia per numero

[56] In pratica l'allocazione dei rischi sui soggetti coinvolti in un'operazione di project financing avviene mediante la stipula di una serie di contratti tra cui i principali sono: la concessione che lega la società di progetto all'amministrazione, i contratti di costruzione e di gestione, i contratti di fornitura, i contratti di acquisto ed i

sia per qualità, soggetti privati in grado di gestire compiutamente il profilo rischio-rendimento di un progetto, ossia soggetti in grado di essere controparte credibile di un'amministrazione ed al contempo assicurare la gestione completa dell'operazione e garantire il successo dell'iniziativa[57].

8. Il ruolo delle banche nel Project Financing

Il *Project Financing* rappresenta un terreno di attività molto importante per le *Banche*.

Fino ad oggi gli istituti di credito hanno ricoperto nelle operazioni di *Project Financing* ruoli fondamentali, soprattutto a livello internazionale, prestando una serie di servizi in favore dei privati e delle Amministrazioni Pubbliche sul fronte della consulenza, della programmazione economico-finanziaria, del finanziamento tradizionale e della partecipazione al capitale della società di progetto.

Il *Project Financing* ha trovato una maggiore e rapida diffusione in altri paesi europei, come l'Inghilterra e la Francia, mentre l'Italia è rimasta, per diverso tempo, scarsamente interessata dal fenomeno.

Ciò principalmente per la carenza di una normativa ad hoc, che aveva creato negli investitori molti dubbi circa la possibilità di recuperare i loro investimenti non essendo prevista alcuna forma di tutela in tal senso.

Di recente però il quadro di riferimento è profondamente mutato. Infatti, con la L. 18 novembre 1998 n. 415, sono stati introdotti, nell'ambito della nostra normativa quadro dei lavori pubblici (L. 11 febbraio 1994, n. 109), otto nuovi articoli dal 37 *bis* al 37 *nonies*, nei quali ha trovato espresso riconoscimento la figura del soggetto promotore, dotato di idonei requisiti, che propone alle Amministrazioni interessate la realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità.

contratti di finanziamento. I contratti di acquisto vengono stipulati tra la società di progetto e l'acquirente finale e rappresentano una delle principali modalità di trasferimento dei rischi connessi ad un'operazione di finanza di progetto in quanto contribuiscono a stabilizzare i flussi di cassa in entrata.

[57] R. Baccolini, D. Baldini, *Il project finance in Italia economia e management*, Il Mulino, 2006, p. 120.

Nel quadro delineato da questa legge le *Banche* sono state chiamate a svolgere una nuova ed importante funzione, quella di *asseverazione* del Piano economico-finanziario[58].

Inoltre le banche, in un recente comunicato dell'ABI (23 ottobre 2002) si sono dichiarate soddisfatte delle nuove leggi sulle infrastrutture e pronte a fare la propria parte per la realizzazione di opere pubbliche.

Le attività che, in tale contesto, gli istituti di credito hanno previsto di sviluppare sono:

- il *financial advisory*;
- l'*arranging*;
- il *finanziamento*.

Financial Advisory

L'attività di consulenza è finalizzata alla definizione del rischio connesso ad una determinata iniziativa per renderla "bancabile", cioè proponibile ai finanziatori, ed all'identificazione di una prima ipotesi di modalità di reperimento dei fondi necessari per la realizzazione dell'iniziativa.

Le Banche devono, quindi, prima di tutto verificare:

- se il progetto è per sua natura in grado di generare flussi di cassa;
- se esiste una domanda di mercato in relazione all'opera che si intende realizzare;
- se i flussi di ricavi attesi possono in qualche modo ripagare l'investimento;

Altre specifiche verifiche che le banche possono essere chiamate a svolgere come *advisor* sono le seguenti:

- analisi delle tecnologie e delle soluzioni ingegneristiche per la realizzazione del progetto (in collaborazione con i consulenti tecnici);
- analisi degli aspetti normativi e legali (in collaborazione con consulenti legali);

[58] Rimandiamo l'esame di tale attività al paragrafo 1.7.4.

- due diligence dei soggetti coinvolti nell'operazione;
- valutazione dei rischi insiti nel progetto ed individuazione delle modalità con le quali gestirli ed allocarli;
- stima dei costi di investimento e dei tempi di realizzazione;
- assistenza al promotore nella redazione del business plan;
- elaborazione delle analisi di sensitività;
- determinazione del fabbisogno finanziario e delle modalità di copertura;
- identificazione delle modalità di approvvigionamento del capitale di debito e di rischio.

Nella prassi internazionale, le Banche sono solite predisporre al termine dell'attività di analisi un *Information Memorandum*, nel quale sono contenuti il business plan e le altre informazioni raccolte.

Tale documento viene di regola utilizzato dall'*advisor* per contattare i potenziali finanziatori e cominciare a negoziare i termini del finanziamento.

Questo tipo di attività consulenziale, in linea teorica, può essere svolta anche da soggetti diversi dalle Banche, in quanto non richiede la disponibilità di mezzi finanziari.

In concreto, però, rispetto ad un qualsiasi altro esperto della materia, le Banche hanno una buona conoscenza del mercato, che è fondamentale per l'analisi del rischio, e soprattutto possono essere coinvolte nelle fasi successive dell'operazione. Ciò rende il loro intervento preferenziale rispetto a quello di altri consulenti finanziari.

Arranging

L'*arranging* consiste nell'organizzazione e negoziazione dei termini del finanziamento.

A differenza dell'attività consulenziale, l'*arranging* è una prerogativa esclusiva delle banche in quanto presuppone una notevole dotazione di mezzi finanziari. Si tratta in sostanza di strutturare e gestire il contratto di finanziamento ed i contratti accessori di garanzia,

organizzando e negoziando forme tecniche, controparti e garanzie. Talvolta, nelle esperienze internazionali, la banca *arranger* è stata chiamata ricoprire anche il ruolo di "banca agente", e cioè ad occuparsi delle fasi di erogazione e di rimborso del finanziamento ed a controllore dell'avanzamento del progetto.

Sempre nelle operazioni di *Project Financing* internazionali è poi molto frequente che i promotori richiedano da parte dell'*arranger* impegni di finanziamento interamente sottoscritti (*underwriting*), assunti sulla base di termini e condizioni negoziate e concordate tra le parti, che formano il cosiddetto term-sheet.

Il ricorso al processo di underwriting può essere molto importante nello sviluppo di operazioni di *Project Financing*, in quanto offre la certezza dei finanziamenti, che, a sua volta, favorisce la stipula dei contratti commerciali.

Molto spesso l'incarico di *arranger* è svolto unitamente a quello di *advisor*.

Finanziamento

I servizi di finanziamento consistono nell'effettiva erogazione di capitale, di rischio o di debito, sulla base degli studi predisposti dai consulenti.

È importante sottolineare che la banca che finanzia il progetto non deve essere necessariamente la stessa di quella che rilascia l'asseverazione[59].

L'asseverazione del piano economico – finanziario

Come si è ricordato precedentemente, uno degli elementi costitutivi della proposta è rappresentato dal Piano economico-finanziario asseverato, appunto, da un istituto di credito.

[59] www.edilportale.com.

La legge 166/02[60], ha introdotto la possibilità che l'asseverazione possa essere compiuta da una società di servizi costituita dall'istituto di credito stesso ed iscritta nell'elenco generale degli intermediari finanziari o da una società di revisione.

Il contenuto minimo di tale piano è individuato in relazione alla necessità di accertare l'equilibrio economico-finanziario dell'investimento e della connessa gestione in relazione agli introiti previsti ed al fine della determinazione delle tariffe. Il piano deve essere preordinato ad accertare l'esistenza di un duplice equilibrio – economico e finanziario – dell'investimento.

Ciò significa che il primo tipo di equilibrio (il flusso attualizzato dei ricavi derivanti dall'applicazione delle tariffe) deve essere sufficiente almeno per la realizzazione dell'intervento e per la gestione del servizio. Mentre il secondo equilibrio si raggiunge quando, in un determinato arco temporale, il flusso delle risorse derivanti dall'investimento consentano di fronteggiare integralmente gli esborsi monetari connessi alla realizzazione ed al funzionamento dell'opera.

Il piano persegue l'obiettivo, in sostanza, di definire il profilo di rischio dell'operazione, i relativi tempi di attuazione e la dimensione della stessa al fine di renderla proponibile alla comunità dei finanziatori.

Il legislatore ha originariamente previsto che il piano economico-finanziario debba essere asseverato da un istituto di credito (al quale, come si è detto, sono state ora affiancate anche apposite società di servizi o di revisione).

L'*asseverazione* è stata resa destinataria di numerose diatribe ora, in qualche modo, superate con il contributo dell'Autorità di Vigilanza sui Lavori Pubblici.

[60] Legge 109, art. 37 *bis*, comma 1 (asseverazione piano economico-finanziario).
1. *omissis*. Le proposte devono contenere uno studio di inquadramento territoriale e ambientale, uno studio di fattibilità, un progetto preliminare, una bozza di convenzione, un piano economico-finanziario asseverato da un istituto di credito o da società di servizi costituite dall'istituto di credito stesso ed iscritte nell'elenco generale degli intermediari finanziari, ai sensi dell'art.106 del TU delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al Dl.gs 1° settembre 1993, n. 385, o da una società di revisione ai sensi dell'art. 1 della legge 23 novembre 1939, n. 1966 ...*omissis*

Secondo alcuni, l'*asseverazione* consiste in una semplice attestazione della banca volta a comprovare che i flussi di entrate previsti nello svolgimento del servizio, sulla base delle analisi svolte dal promotore, saranno in grado di assicurare la copertura dei costi previsti ed il reintegro dei finanziamenti acquisiti sul mercato. Ciò non dovrebbe comportare anche una valutazione approfondita da parte della banca del mercato interessato, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta ed un esame della struttura dei prezzi e delle tariffe praticabili, perché in tal modo si duplicherebbero gli studi già compiuti dal promotore.

Dunque si tratterebbe solo di una verifica di massima, finalizzata a dimostrare la credibilità della iniziativa ossia che il prospetto finanziario del progetto abbia una coerenza ed una propria validità ai tassi di mercato.

Con l'Atto di regolazione del 18 luglio 2000, n. 34[61], l'Autorità di Vigilanza dei Lavori Pubblici ha ritenuto, invece, che la natura e la funzione che il legislatore ha inteso attribuire all'attività di *asseveramento* degli istituti di credito non consenta di ricondurre la stessa ad una mera verifica di massima del piano economico-finanziario.

Detta attività dovrebbe essere intesa, in primo luogo, come esercizio di una *funzione pubblicistica* che si sostanzia nell'accertamento effettuato dall'istituto di credito, in luogo dell'Amministrazione stessa, su uno degli elementi costitutivi della proposta.

Quindi l'attività di *asseverazione* sarebbe volta ad un esame critico ed analitico del progetto in cui vengono valutati gli aspetti legati alla fattibilità dell'intervento, alla sua remuneratività ed alla capacità di generare flussi di cassa positivi. Esso rappresenta, pertanto, un elemento essenziale della proposta vista la necessità di utilizzare il piano economico-finanziario pre-

[61] Con l'Atto di Regolazione n. 34/2000 (Project financing – Piano economico-finanziario) l'Autorità di Vigilanza si sofferma su alcuni aspetti problematici relativi alla rilevanza della asseverazione del piano economico-finanziario (e quindi del ruolo delle banche) nonché all'obbligo, anche per i soggetti che partecipano alla seconda fase della procedura (licitazione privata con aggiudicazione all'offerta economicamente più vantaggiosa) di presentare un Piano economico ugualmente asseverato.
La conclusione cui giunge l'Autorità è che l'attività di asseveramento degli istituti di credito "...non costituisce impegno giuridico al successivo finanziamento. Essa è esercizio di una funzione di rilevanza pubblicistica mediante la quale si accerta, in luogo dell'Amministrazione, la coerenza del piano economico-finanziario con gli elementi di cui agli articoli 18, comma 3, e 85, comma 1, del DPR 21 dicembre 1999 n. 554."

sentato dal promotore per determinare il valore degli elementi mediante i quali valutare l'offerta economicamente più vantaggiosa nella successiva gara propedeutica alla procedura negoziata prevista dalla legge per l'affidamento della concessione. In altri termini non è sufficiente che l'Istituto di credito effettui una semplice verifica di massima del piano economico-finanziario presentato dal promotore, ma dovrebbe attestare gli elementi che lo compongono, con particolare riferimento a quelli previsti dall'art. 18, comma 3 e dall'art. 85, comma 1, del DPR 21 dicembre 1999. In particolare, l'attività di *asseverazione* dovrà attestare che il piano economico-finanziario sia coerente ai fini della determinazione dei seguenti elementi:

- *l'eventuale prezzo massimo che l'Amministrazione aggiudicatrice intende corrispondere;*
- *l'eventuale prezzo minimo che il concessionario è tenuto a corrispondere per la costituzione od il trasferimento dei diritti;*
- *l'eventuale canone da corrispondere all'Amministrazione;*
- *l'eventuale percentuale dei lavori che il concessionario intende appaltare a terzi;*
- *il tempo massimo previsto per l'esecuzione dei lavori e per l'avvio della gestione;*
- *la durata massima della concessione;*
- *il livello minimo della qualità di gestione del servizio nonché delle modalità di erogazione del medesimo;*
- *il livello iniziale massimo e la struttura delle tariffe da praticare all'utenza e la metodologia del loro adeguamento nel tempo;*
- *le ipotesi di rinegoziazione, subentro e risoluzione della convenzione.*

L'*asseveramento* deve, inoltre, fornire indicazioni alla stazione appaltante in ordine all'identificazione di eventuali, ulteriori elementi specifici che saranno inseriti nel contratto.

Ancora l'*asseverazione* deve specificare gli elementi utili di valutazione per la stazione appaltante perché la stessa possa prevedere la facoltà o l'obbligo per il concessionario di costituire la società di progetto contem-

plata dall'art. 37 *quinquies* della legge quadro.

Nel complesso l'istituto di credito è chiamato a svolgere la propria attività di *asseveramento* per attestare, in particolare il valore degli elementi prima indicati che verranno poi inseriti nel bando di gara dall'Amministrazione quali criteri per valutare l'offerta economicamente più vantaggiosa.

Nel contesto appena delineato, l'attività di *asseveramento* rappresenta l'esercizio di una funzione di rilevanza pubblicistica mediante la quale si accerta, come già detto, in luogo dell'Amministrazione, la coerenza del piano economico-finanziario con gli elementi di cui agli articoli 18, comma 3[62] e 85, comma 1, del DPR 554/99[63].

Le conseguenze che derivano da simile impostazione sono rilevanti.

Innanzitutto, il mancato od incompleto *asseveramento* comporta la conseguente inammissibilità della proposta, poiché viene a mancare una parte fondamentale della stessa, espressamente prevista dalla legge. Se la proposta non risulta completa non potrà essere ritenuta di pubblico interesse e, di conseguenza, approvata.

In presenza di un *asseveramento* incompleto o nel quale la coerenza

---

[62] Regolamento, art. 18 (Documenti componenti il progetto preliminare), comma 3.

3. Qualora il progetto preliminare è posto a base di gara per l'affidamento di una concessione di lavori pubblici, deve essere altresì predisposto un piano economico-finanziario di massima, sulla base del quale sono determinati gli elementi previsti dall'art. 85, comma 1, lettere a), b), c), d), e), f), g) ed h) da inserire nel relativo bando di gara.

[63] Regolamento, art. 85 (Bando di gara), comma 1.

Il bando di gara per l'affidamento della concessione specifica le modalità con le quali i partecipanti alla gara dimostrano la disponibilità delle risorse finanziarie necessarie a coprire il costo dell'investimento. Il bando di gara, sulla base del piano economico-finanziario compreso nel progetto preliminare, indica:

a) l'eventuale prezzo massimo che l'amministrazione aggiudicatrice intende corrispondere;

b) l'eventuale prezzo minimo che il concessionario è tenuto a corrispondere per la costituzione o il trasferimento dei diritti;

c) l'eventuale canone da corrispondere all'amministrazione aggiudicatrice;

d) la percentuale, pari o superiore al 40% dei lavori da appaltare obbligatoriamente a terzi secondo le modalità e le condizioni fissate dall'art. 2, comma 4, della legge;

e) il tempo massimo previsto per l'esecuzione dei lavori e per l'avvio della gestione;

f) la durata massima della concessione;

g) il livello minimo della qualità di gestione del servizio, nonché delle relative modalità;

h) il livello iniziale massimo e la struttura delle tariffe da praticare all'utenza e la metodologia del loro adeguamento nel tempo;

i) eventuali ulteriori elementi specifici che saranno inseriti nel contratto;

l) la facoltà o l'obbligo per il concessionario di costituire la società di progetto prevista dall'art. 37 *quinquies* della legge.

del piano economico-finanziario agli elementi indicati dagli articoli 18, comma 3 e 85 del DPR 554/99, non sia ritenuta sufficientemente e chiaramente attestata, l'Amministrazione sarà tenuta a richiedere al promotore ed all'istituto di credito asseverante le necessarie integrazioni e/o chiarimenti, al fine di poter ritenere ammissibile la proposta stessa.

L'Autorità di Vigilanza è andata oltre.

Definita la natura dell'attività di *asseverazione* che deve essere compiuta dagli istituti di credito, è stata verificata la sussistenza del successivo obbligo, o meno, di finanziare il promotore.

Sul punto l'Autorità ha ammesso che nella legge quadro sui lavori pubblici, il legislatore non ha inteso imporre agli istituti di credito asseveranti l'obbligo del successivo finanziamento. Al contrario, dal testo legislativo è emersa una distinzione tra il momento dell'*asseveramento* e quello del finanziamento, precisando che è un problema di rapporti tra promotore ed istituto di credito se l'*asseveramento* possa determinare in capo al primo, legittime aspettative di finanziamento e condurre ad eventuali responsabilità di natura civilistica.

Quindi ne ha concluso che l'*attività di asseveramento* degli istituti di credito *non costituisce impegno giuridico al successivo finanziamento.*

Con una successiva determinazione del 5 luglio 2001, n. 14[54], l'Autorità ha precisato che non tutti gli elementi indicati dall'art. 85 del DPR 554/1999 devono essere oggetto di *asseverazione* da parte dell'istituto di credito. L'ambito di questa valutazione può essere convenuto tra istituto di credito e promotore, a condizione che sia accertata la coerenza degli elementi tipici e necessari del piano sotto il profilo economico-finanziario. In particolare, possono essere asseverati sulla base delle sole informazioni

[54] Atto di regolazione Autorità di Vigilanza 14/2001 (precisazioni funzionali ad eliminare le remore alla piena operatività del sistema della finanza di progetto).

(*omissis*)... ferma restando l'indicazione degli elementi che devono comunque formare oggetto di asseverazione prima elencati, le indicazioni di cui all'art. 85 del DPR 554/99 non hanno carattere tassativo, non debbono essere cioè elementi che formino obbligatoriamente oggetto di valutazione nell'attività di asseverazione. L'ambito di questa valutazione può essere convenuto tra istituto di credito e promotore purché sia accertata la coerenza degli elementi tipici e necessari del piano dal punto di vista economico-finanziario. L'Amministrazione potrà, ove lo ritenga, richiedere integrazioni all'asseverazione qualora in relazione alla tipologia del progetto presentato ravvisi la necessità di una valutazione ulteriore su particolari elementi (*omissis*).

fornite dal promotore gli elementi della quota dei lavori subappaltabili, della qualità del servizio e della facoltà ovvero dell'obbligo di costituire la società di progetto. La stessa Amministrazione avrà la facoltà di richiedere eventuali integrazioni all'*asseverazione*, in tutti i casi in cui ritenga necessaria una valutazione ulteriore su particolari elementi.

Altra questione sorta è quella delle conseguenze derivanti dalla mancanza o dalla incompletezza dell'*asseverazione*, ai fini della inammissibilità o meno della proposta. La rilevanza pubblica dell'asseverazione comporta la necessità della stessa, perché la proposta possa considerarsi completa. Secondo l'Autorità, si deve ritenere che la proposta possa essere presentata anche se priva di *asseverazione*, purché sia già stata richiesta e venga prodotta in tempo utile per consentire all'Amministrazione concedente di valutare il progetto entro il termine fissato.

Nella realtà, nonostante lo sforzo compiuto dall'Autorità sui Lavori Pubblici, la resistenza del mondo bancario a considerare l'*asseverazione* un esercizio di una attività dal carattere pubblicistico è ancora forte, con la conseguenza che gli uffici delle Amministrazioni si ritrovano con piani economici-finanziari che seppur asseverati, non contribuiscono a risolvere il problema della "congruità" dei valori economici riportati nel piano economico-finanziario.

In base a quanto detto è chiaro che l'*asseverazione* è diventata poco più di un adempimento formale. Nella prassi attuale, il promotore si procura l'asseverazione del piano già quando tutte le scelte imprenditoriali sono state acquisite, consapevole, vista la totale mancanza di responsabilità, che nessuna banca si rifiuterà di asseverare il Piano economico-finanziario. In questo modo, viene totalmente tradito il senso del piano e della relativa asseverazione. In altri settori, quando le banche valutano un investimento, è proprio sulla "veridicità" e sulla progettazione del piano che si discute, non limitandosi a valutare l'equilibrio algebrico delle sue componenti. La valutazione è sempre nel merito, soprattutto sul versante dei costi dell'investimento, dove ogni imprenditore tende a "gonfiarli" per massimizzare l'apporto del capitale di debito che chiede alla banca e ridurre ai minimi l'apporto di equity.

Come ovviare a tutto ciò? Una soluzione è rinvenibile nell'ordinamen-

to in misure similari di *partnership* pubblico-privata. Si pensi alla procedura dei contratti di programma ed alle recenti modifiche al procedimento per gli interventi agevolati *ex* Legge n. 488/92.

In entrambe le procedure, il piano economico-finanziario viene "asseverato" con l'impegno preliminare da parte della banca a finanziare l'investimento a determinate condizioni. Nella documentazione che presenta il "promotore" vi è la delibera preliminare di finanziamento. Il legislatore, giustamente, è intervenuto richiedendo un salto di qualità nell'approfondimento che le banche devono condurre di ogni progetto di investimento. Nei contratti di programma, addirittura, la banca non valuta solo il progetto ma anche la tenuta complessiva dell'impresa proponente (il c.d. *merito creditizio*).

La delibera preliminare di finanziamento restituirebbe credibilità al lavoro svolto dalla banca in sede di asseverazione di un investimento. È necessario restituire alle banche la loro specifica funzione, che è quella di valutare investimenti nell'ottica della loro finanziabilità e non quella di "*macinare*" commissioni, variamente denominate, che hanno il solo obiettivo di adempiere a formalità prive di qualsiasi funzione sostanziale.

A riprova di quanto si è fin qui argomentato (*asseverazione* come mero adempimento formale), si pensi che l'*asseverazione* è richiesta al promotore solo nel momento di presentazione della proposta e non nelle fasi successive. Infatti, la proposta messa a base di gara, insieme al piano economico-finanziario, a seguito dell'attività di valutazione della Pubblica Amministrazione, può essere diversa da quella presentata originariamente. Nel silenzio della legge, solo alcune amministrazioni richiedono una nuova *asseverazione*.

Pertanto, concludendo sul ruolo attuale e potenziale delle banche nel settore del *Project Financing*, non si può non riscontrare quanto quest'ultimo rappresenti una grande opportunità di sviluppo per gli istituti di credito.

9. Le forme contrattuali del Project Financing

Quanto detto configura il *Project Financing* come un particolare approccio al finanziamento di iniziative condotte in partnership tra soggetto pubblico e soggetto privato. Nell'ambito dei lavori pubblici, tale modalità di collaborazione tra i due soggetti è caratterizzata da un apporto del settore privato in termini finanziari, ideativi e gestionali nella progettazione, realizzazione e gestione di servizi pubblici ed opere infrastrutturali. Il *Project Financing* permette di sollevare le pubbliche amministrazioni, in tutto od in parte, dagli oneri relativi al finanziamento di un'opera infrastrutturale, focalizzandone l'attività sugli aspetti di indirizzo e di controllo, ed affidando invece al settore privato la gestione dell'opera. In generale, nella realizzazione di opere pubbliche con ricorso alla finanza di progetto si individua un consistente numero di schemi operativi che vanno a definire il rapporto tra soggetto pubblico e soggetto privato[65], tra committente e concessionario.

Il B.O.T. (Build, operate, transfer)

Tale schema prevede la costruzione, la gestione dell'opera costruita ed il successivo trasferimento all'ente appaltante. Si tratta, senza dubbio, della tecnica più utilizzata negli ultimi anni per progetti di tipo infrastrutturale ed industriale (piattaforme petrolifere, oleodotti, impianti petrolchimici, miniere, centrali idroelettriche, ponti, autostrade[66]) sebbene non più nelle forme inizialmente sperimentate[67].

---

65 R. Baccolini, D. Baldini, *Il project finance in Italia*, 2006, p. 31.

66 Un esempio di tale tipo di operazione è costituito dal progetto Eurotunnel per collegare Francia ed Inghilterra. La realizzazione dell'opera prevedeva la non disponibilità di fondi pubblici al finanziamento del progetto e la creazione di un consorzio di partecipanti privati che doveva provvedere al 21% del fabbisogno complessivo. Il restante 79% era coperto mediante ricorso ai mercati finanziari. In Italia un altro esempio è dato dal progetto Treno ad Alta Velocità, realizzato con contributi pubblici pari al 50% del totale dei costi operativi e finanziari necessari.

67 Il concetto sottostante ad un accordo di B.O.T. non è nuovo, basti pensare che il primo esempio risale probabilmente alla costruzione del Canale di Suez nel 1856.

Il soggetto pubblico, interessato a realizzare un'opera, rilascia ad una società privata o mista una concessione di costruzione e gestione. Quest'ultima consente di realizzare l'opera (*build*), gestirla nel corso del periodo di concessione (*operate*), ottenendo un'adeguata remunerazione del capitale, e trasferirla, infine, al soggetto pubblico (*transfer*). L'affidamento viene effettuato sulla base di un progetto preliminare ed i relativi lavori avranno inizio dopo l'approvazione del progetto esecutivo. Se impostata in modo corretto, la concessione di costruzione e gestione può offrire alte garanzie di riuscita e trasformare il privato da mero esecutore di un progetto, in autore di un vero e proprio investimento, di cui si assume il rischio.

L'esempio più evidente di *BOT* è rappresentato dal finanziamento del tunnel della Manica. In questa occasione, dopo una lunghissima gestazione dell'assemblaggio del pacchetto finanziario, a fronte di quattro miliardi di sterline di crediti è stato raccolto un miliardo di sterline di capitale di rischio.

Questa formula, pur avendo un discreto successo negli USA, non sembra aver risolto le remore ad effettuare investimenti nei paesi in via di sviluppo, poiché rimane alto il rischio Paese e rimangono basse le prospettive di reddito.

La logica del *BOT* appare abbastanza chiara. Un governo od un'autorità locale, non avendo risorse per costruire un'opera infrastrutturale, invita soggetti privati a finanziarne la realizzazione ed ad organizzarne il processo imprenditoriale di realizzazione e di gestione commerciale delle opere. La sua peculiarità è che la concessione dovrà contenere termini e condizioni in grado di riflettere pienamente le esigenze collegate ad una gestione privata di interesse pubblico. Le principali variabili strategiche per consentire la redditività dell'operazione sono la durata della concessione, la regolamentazione della struttura delle tariffe ed i termini di un eventuale sostegno pubblico che può realizzarsi mediante un apporto di capitale sociale alla *SPV*, un finanziamento a tasso di interesse nullo od un contributo a fondo perduto.

In un'operazione di tipo *BOT* la complessità di un atto di concessione è dovuta alla composizione degli interessi sottostanti.

La pubblica amministrazione sarà solitamente interessata a minimizzare il proprio impegno finanziario e di garanzia, oltre alla durata della concessione ed al mantenimento di un certo controllo sull'infrastruttura e sulla determinazione delle tariffe.

La società concessionaria, al contrario, sarà interessata ad avere un periodo di concessione ed una flessibilità di tariffa sufficienti ad ottenere dei ritorni economici soddisfacenti. I costruttori saranno interessati ad avere il più alto prezzo e le più basse penali possibili.

Le banche pretenderanno il maggior livello di rivalsa sui promotori e sulla pubblica amministrazione.

Tutti gli operatori privati, infine, vorranno avere esplicite garanzie sugli atti della pubblica amministrazione, sui rischi di carattere politico e sugli eventi di forza maggiore[68].

Il B.O.O.T. (build, operate, own and transfer)

Lo schema *BOOT* prevede che l'ente pubblico rilasci una concessione di costruzione e gestione ad una società privata che dopo aver realizzato l'opera ed averla gestita nel periodo della concessione provvederà a trasferirla all'ente pubblico alla fine di tale periodo. Dunque con il contratto *BOOT* si stabilisce che il soggetto incaricato, la *SPV*, una volta portati a termine i lavori, gestisca l'opera realizzata per un tempo almeno sufficiente a consentire la copertura dei costi, assicurandosi così un compenso adeguato; un intervallo di tempo che coincide con il periodo della concessione che in questo caso viene attribuita dall'ente che ha promosso l'iniziativa. Al termine del periodo della concessione, sia prevista o meno una commissione di uscita per la società concessionaria, questa procede alla consegna dell'opera a titolo definitivo. Una commissione di uscita sarà prevista in tutti i casi nei quali il periodo di concessione non risulti abbastanza lungo per consentire la copertura dei costi ed un adeguato profitto. Negli ultimi

[68] www.diritto.it, rivista giuridica on line.

anni questa tecnica è stata utilizzata per la costruzione di piattaforme petrolifere, oleodotti, impianti petrolchimici, miniere, centrali idroelettriche, porti ed autostrade. L'intento principale dello schema *BOOT* è quello di far partecipare il numero più elevato possibile di investitori, ed in particolare i costruttori, nella totale copertura finanziaria dell'investimento, offrendo in contropartita una concessione per lo sfruttamento economico del progetto per un periodo solitamente compreso tra i venti ed i trenta anni anche se vi sono esempi di concessioni per periodi più lunghi.

Il R.O.L. (rehabilitate-operate-leaseback)

È una forma di *Project Financing* finalizzata al finanziamento della ristrutturazione di un impianto o di una infrastruttura (si pensi al repowering di una vecchia centrale idroelettrica od all'ammodernamento di un aeroporto).

"I promotori riabilitano l'impianto o l'infrastruttura, la gestiscono per un certo periodo, al fine di restituire i prestiti ottenuti e di ottenere un utile dall'operazione, ed infine la restituiscono al soggetto pubblico" [69].

Il B.L.T. (build-lease-transfer)

È una struttura di *Project Financing*, molto diffusa negli Stati Uniti ed in Gran Bretagna, ma pressoché sconosciuta in Italia, incentrata sul contratto di leasing. Il locatore (società di leasing), in cambio di un canone periodico, concede al gestore (locatario, in genere soggetto pubblico) la disponibilità di un bene, acquistato o realizzato dalla società di leasing su indicazione e scelta dell'utilizzatore-locatario.

Al termine della durata del contratto il locatario può diventare proprietario del bene mediante pagamento del prezzo di riscatto prestabilito.

[69] F. Insinga, 1995, p. 1131.

Il ricorso al leasing consente ai soggetti privati di svolgere il ruolo di promotori, progettisti e realizzatori dell'opera, che verrebbe finanziata con capitali privati e rimarrebbe di proprietà privata fino al termine del periodo previsto dal contratto, quando il soggetto pubblico, che nel frattempo l'ha gestita, potrebbe riscattarla divenendone il proprietario.

Il principale vantaggio di tale operazione è di natura fiscale, infatti l'ente pubblico non aumenta la propria capacità di indebitamento, poiché i canoni da corrispondere sono iscritti in conto capitale e non tra le spese correnti[70].

Il B.O.O. (build-own-operate)

Il *build-own-operate* riguarda una tipologia di *Project Financing* molto simile al *B.O.T.*, con la sola differenza che, al termine del periodo di concessione, l'opera non viene necessariamente trasferita all'ente pubblico concedente, ma vengono rinegoziati gli accordi. L'eventuale prolungamento del periodo di concessione, e quindi del periodo di privatizzazione, può arrivare a coprire l'intera vita economico-tecnica dell'opera. Tale proroga si può rendere necessaria se i flussi netti di cassa, che si manifestano durante il periodo della concessione, non sono in grado di assicurare il raggiungimento del prefissato livello di rendimento del capitale previsto, a causa del verificarsi di uno o più rischi. Poiché negli ultimi anni del periodo di gestione, i flussi netti di cassa sono normalmente positivi, essendo ormai esaurite le fasi di investimento rilevante e di rimborso del debito, il prolungamento della durata della concessione può migliorare il profilo reddituale e finanziario dell'operazione. Si tratta di una modalità praticata ad esempio nei casi in cui il valore del progetto sia molto ingente, ma soprattutto quando l'iniziativa sia partita da gruppi di interesse privati; quando cioè l'interesse sociale che l'amministrazione accetta di perseguire non sia diretto ma mediato.

Nel contesto della *PPP*, il soggetto pubblico, oltre al ruolo di regolatore

[70] F. Storer, 1995, pp. 72-73.

e concedente, diventa a tutti gli effetti una delle parti che compongono il complesso insieme delle relazioni tra gli attori del *Project Financing*. In particolare, il soggetto pubblico assume il ruolo di rappresentante della collettività a cui il prodotto/servizio offerto dal progetto si rivolge. In genere, il beneficiario della realizzazione di un'opera pubblica è la collettività amministrata, ma in taluni casi può esserlo anche l'amministrazione concedente.

L'elemento di rilievo in un'operazione di *Project Financing* è la natura pubblica dell'oggetto del progetto, i cui output non rispondono alla necessità di perseguire obiettivi di profitto. La principale difficoltà nella definizione del progetto consiste quindi nel coniugare gli interessi e gli obiettivi che ogni attore, privato e pubblico, si pone nella realizzazione dell'iniziativa. Quando infatti il *Project Financing* coinvolge solo soggetti privati, la massimizzazione del profitto costituisce il denominatore comune tra i partecipanti, ma quando il progetto ha almeno un output pubblico, e quindi il pubblico è presente tra i soggetti partecipanti all'iniziativa, la soluzione deve necessariamente tener conto della diversa natura delle esigenze da soddisfare. Il progetto è pertanto una soluzione con cui si attua la convergenza degli interessi privati e dei *desiderata* del soggetto pubblico.

In Italia lo sviluppo della finanza di progetto per la realizzazione di opere pubbliche è stato in larga parte determinato, come più volte ricordato, dai crescenti vincoli di bilancio posti alle amministrazioni locali a fronte della domanda di infrastrutture e servizi. Tali difficoltà hanno spinto il legislatore ad introdurre nel nostro ordinamento norme in grado di consentire la realizzazione anche in Italia di approcci simili a quello della *PPP* inglese. I nuovi strumenti hanno comunque determinato un problema di cambiamento del ruolo sia dell'amministrazione sia dei privati nella realizzazione di opere pubbliche. Il passaggio, infatti, richiede lo sviluppo di alcune competenze ed in particolare una nuova enfasi da un lato sull'identificazione dei bisogni della collettività locale e sulla definizione delle priorità, dall'altro sulle capacità di controllo del progetto. Il cambiamento coinvolge anche i privati a cui si chiede la capacità di integrarsi con altri soggetti portatori di know-how diversi in una logica nuova che vede il passaggio del loro intervento dalla realizzazione dell'opera all'attuazione di un progetto.

10. La Finanza di Progetto: opere fredde, tiepide e calde

A seconda della rilevanza imprenditoriale di un'infrastruttura è possibile distinguere tra diverse categorie di opere pubbliche: opere "*fredde*", "*tiepide*" e "*calde*"[71].

Le opere fredde sono quelle che non hanno rilevanza imprenditoriale. Sono queste le opere che di per sé non sono suscettibili di produrre ritorni diretti, nemmeno parziali – è questo il caso ad esempio del rifacimento di una tombinatura stradale, della piantumazione di un viale ecc. – oppure quelle in cui la funzione sociale è assolutamente predominante e che non consentono per questo l'applicazione di tariffe, o in cui il livello sociale delle stesse è talmente basso da non consentire di generare flussi di cassa in grado di permettere il rimborso dei fondi impiegati per realizzarle. Per tali opere è ovviamente impensabile il ricorso ad un'operazione di *Project Financing*; queste potranno essere realizzate soltanto ricorrendo alla finanza pubblica. Le opere pubbliche a rilevanza imprenditoriale sono quelle per le quali è possibile applicare un prezzo al servizio che esse consentono di fornire, come controprestazione che l'utente è tenuto ad effettuare per fruire del servizio stesso. Alcuni esempi di opere del genere sono rappresentate dalle infrastrutture per i trasporti (autostrade a pedaggio, ponti, tunnel), le reti di telecomunicazioni, gli impianti di cogenerazione di energia, ecc..

Le opere a rilevanza imprenditoriale possono essere distinte, a seconda del loro grado di autonomia dall'intervento finanziario pubblico, in opere "*tiepide*" e "*calde*".

Opere tiepide: progetto che richiede una componente di contribuzione pubblica. Include tutte quelle iniziative i cui ricavi da utenza non sono sufficienti per ripagare interamente le risorse impiegate per la loro realizzazione ed in cui, per consentirne la fattibilità finanziaria, è necessario un contributo pubblico[72]. Dunque, in questo caso è possibile pensare ad una

[71] www.formez.it, Guida Utile Finanza innovativa, *La finanza di progetto: opere fredde, tiepide e calde*.

[72] www.projectfinancing.forumpa.it, articolo di Ilaria Bramezza.

iniziativa di *Project Financing*, ma questa non può prescindere da un contributo finanziario pubblico anche se limitato all'ammontare sufficiente a consentire il coinvolgimento del capitale privato.

Opera calda: progetto che si ripaga autonomamente. Questa terza tipologia comprende progetti dotati di un'intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi da utenza. I ricavi consentono al settore privato un integrale recupero dei costi di investimento nell'arco della vita della concessione.

Anche se già per le opere tiepide può risultare fattibile porre in essere un intervento in finanza di progetto, è del tutto evidente che sono le opere calde ad essere le ideali destinatarie del *Project Financing*[73].

11. La Finanza di Progetto come fattore di efficienza

Gli obiettivi dichiarati dell'introduzione del *Project Financing* nel settore delle infrastrutture sono due:

- la riduzione dei contributi finanziari pubblici alla realizzazione e gestione delle opere pubbliche (a causa della situazione di crisi della finanza pubblica);
- l'incremento del livello di efficienza nella realizzazione e gestione delle opere pubbliche (livello molto basso in Italia).

Relativamente alla riduzione dell'esborso di capitali pubblici necessari per la realizzazione di interventi infrastrutturali, che il ricorso alla finanza di progetto permette di conseguire, non c'è molto da dire; quasi sempre è questo l'elemento che spinge le pubbliche amministrazioni ad avviare operazioni in *Project Financing*.

Non sembra invece sufficientemente sottolineato come l'adozione della metodologia del *Project Financing* sia in grado di accrescere l'efficienza nella esecuzione di opere e servizi pubblici e, conseguentemente, produrre benefici effetti sull'intero sistema economico.

[73] www.project-finance.it.

Il dissesto del bilancio dello Stato ha acuito il problema della scarsa efficienza ed efficacia della spesa pubblica per la realizzazione delle infrastrutture; come si sa, molto spesso, i tempi e i costi di realizzazione delle opere pubbliche risultano superiori a quelli preventivati.

Sono tre le principali cause di questo fenomeno: l'inadeguatezza del progetto, l'insufficienza del *Project Management* (cioè di chi gestisce i progetti) ed infine la non completa definizione di un piano finanziario per la realizzazione dell'opera.

L'utilizzo di procedure di *Project Financing* rende possibile innestare circoli virtuosi, così che i tempi e i costi di esecuzione delle opere diventano certi o, comunque, risultano contenuti entro livelli di oscillazione accettabili.

È opportuno rimarcare a questo punto che il principale vantaggio del ricorso al *Project Financing* nella realizzazione delle opere pubbliche non consiste, come spesso si ritiene, nell'apporto di risorse finanziarie private, che possono sostituirsi o aggiungersi a quelle pubbliche, ma nell'ingresso dell'imprenditoria ed efficienza privata nella realizzazione e gestione delle opere. Infatti, la quota di capitale di rischio detenuta dai privati può essere limitata, ma questa è indispensabile per garantire la presenza di una gestione imprenditoriale dell'iniziativa.

In altri termini, l'obiettivo principale dell'introduzione delle procedure di *Project Financing* nella realizzazione e gestione delle infrastrutture non è tanto l'acquisizione delle risorse finanziarie dei privati, ma l'acquisizione di un *Project Management* efficiente, tipico dell'imprenditoria privata. I benefici, in termini di efficienza ed efficacia, dovrebbero essere in grado di più che bilanciare il maggior costo del finanziamento privato (capitale di rischio e credito bancario), rispetto alle tradizionali forme di finanziamento cui l'Amministrazione può accedere.

Gli effetti positivi del ricorso al *Project Financing* si manifestano sia nella fase di realizzazione che in quella di gestione dell'opera.

Per quanto riguarda la prima fase, è stato rilevato, innanzitutto, che i costi ed i tempi di realizzazione di un'opera pubblica eseguita in *Project Financing* risultano inferiori, generalmente, rispetto a quelli di opere simi-

li realizzate con procedure tradizionali.

Sono vari i motivi alla base dei minori tempi e costi di esecuzione di una infrastruttura costruita in *Project Financing*, rispetto a quelli di un'opera pubblica eseguita con i metodi tradizionali.

Innanzitutto si può rilevare, di solito, la presenza di una *migliore qualità progettuale* nelle opere realizzate in *Project Financing*.

In un'operazione di questo tipo, infatti, la progettazione risulterà necessariamente funzionale alle esigenze della realizzazione e della successiva gestione, poiché vi è comunione d'interessi tra i soggetti che si occupano delle varie fasi dell'iniziativa, i quali saranno interessati al buon esito complessivo del progetto, dato che si identificano in un unico soggetto economico. Non si assiste, quindi, a quel conflitto d'interessi tra il progettista, il costruttore ed il gestore che, invece, contraddistingue la realizzazione delle opere pubbliche secondo le modalità abituali.

Infatti nell'approccio tradizionale la progettazione viene effettuata dal committente pubblico. L'appaltatore, poi, esegue i lavori sulla base di tale progettazione. Le eventuali carenze del progetto non lo riguardano; anzi, queste possono essere alla base di istanze aggiuntive nei confronti del committente pubblico, e queste rappresentano, a loro volta, una delle principali cause di lievitazione dei costi nell'usuale procedura di costruzione delle opere pubbliche.

Una seconda ragione dei minori costi e tempi di realizzazione di una infrastruttura in *Project Financing* deriva dalla *certezza dei finanziamenti*, che è una precondizione dell'avvio di un operazione di *Project Financing*. Questo perché tali iniziative richiedono la definizione di un preciso piano finanziario.

Per contro, una delle cause dell'incremento dei costi e dei tempi dei lavori pubblici è proprio la mancanza di un tale piano. Sovente, soprattutto nel nostro Paese, s'inizia la costruzione di un'opera pubblica senza averne le disponibilità finanziarie; le conseguenze sono la mancanza di continuità nei lavori, che determina l'aumento dei costi di costruzione.

In un *Project Financing*, poi, il rispetto dei tempi è pressoché garantito, poiché durante la costruzione gli interessi finanziari ricadono sul con-

cessionario, il quale, d'altra parte, sarà sicuramente ansioso di iniziare lo sfruttamento economico dell'opera.

Un altro motivo alla base dei vantaggi, in termini di contenimento dei tempi e dei costi di esecuzione, connessi al *Project Financing*, è costituito dalla *corretta valutazione ed imputazione dei rischi* operata con l'organizzazione di un'iniziativa di questo tipo.

Il *Project Financing*, infatti, obbliga i finanziatori ad un'accurata analisi di tutti i rischi connessi all'opera e ad una loro corretta allocazione tra i soggetti meglio in grado di sostenerli, dato che i loro finanziamenti saranno senza garanzie o con garanzie limitate.

Lo stesso non avviene nell'approccio tradizionale al finanziamento delle opere pubbliche, dove i prestiti bancari possono contare sulle garanzie pubbliche. Il soggetto pubblico, naturalmente, non valuta con la stessa attenzione del privato i rischi connessi al progetto. Di conseguenza, il costo stimato risulta probabilmente inferiore a quello reale, poiché non si è provveduto a mitigare nel modo opportuno tutti i rischi.

I benefici del ricorso alla finanza di progetto si manifestano poi, ed è l'aspetto più interessante, nella fase di gestione dell'opera.

Ciò avviene, in primo luogo, perché nelle iniziative di *Project Financing* si crea un *legame funzionale tra realizzazione e gestione delle opere*; conseguenza di cui è il caso di sottolineare l'importanza, soprattutto con riferimento al contesto nazionale.

La letteratura economica ha sottolineato ampiamente i pericoli insiti nella separazione tra le fasi della realizzazione e della gestione delle opere pubbliche.

Questa separazione costituisce la regola nel settore delle opere di pubblica utilità in Italia e determina spesso numerosi inconvenienti. Di norma la realizzazione dell'opera viene affidata – a seguito di una gara d'appalto – ad una impresa di costruzione che, non essendo coinvolta nella gestione delle opere, tende a massimizzare il proprio utile nella fase di realizzazione, costruendo un'opera "a risparmio". La gestione viene successivamente assegnata ad un altro soggetto che, non avendo partecipato né alla progettazione né all'esecuzione dell'opera, non ha potuto dare indicazioni

affinché l'opera fosse costruita in modo tale da ridurre i costi di gestione, minimizzare gli oneri di manutenzione, ecc. Non ne ha valutato, in sostanza, le prospettive di equilibrio finanziario.

In un'operazione di *Project Financing*, invece, si produce un legame sistematico tra la fase della realizzazione e quella della gestione delle opere, in quanto la remunerazione delle risorse finanziarie necessarie all'effettuazione dell'iniziativa viene conseguita nella fase di gestione. La realizzazione, quindi, deve essere concepita in modo strettamente subordinato e funzionale alla gestione, perché è dal successo gestionale che dipende il successo dell'iniziativa.

Da ciò deriva il grande rilievo che assume la fase valutativa dell'iniziativa. I promotori, infatti, pongono grande attenzione all'analisi delle tendenze di mercato, alla valutazione del livello della domanda del servizio ed alla determinazione della tariffa dello stesso, in quanto la riuscita del progetto dipende dal flusso di cassa che esso sarà in grado di generare.

Si può affermare, in definitiva, che il *Project Financing* elimina l'incentivo a finanziare opere sovradimensionate, incomplete, o carenti di funzionalità. In altri termini, *l'adozione di modelli di Project Financing accresce l'efficienza e l'efficacia della spesa per le opere pubbliche.*

Fin qui si è evidenziato come il ricorso alla metodologia del *Project Financing* nel settore delle opere di pubblica utilità sia in grado di aumentare l'efficienza nell'esecuzione e gestione delle infrastrutture. Ora occorre sottolineare le importanti conseguenze che ciò comporta.

In particolare, ci si riferisce alla circostanza che l'incremento di efficienza nella produzione di servizi infrastrutturali determina un aumento di competitività per l'intero sistema economico. In questa ottica si può concepire il *Project Financing* come un vero e proprio *strumento di politica economica*[74].

[74] www.formez.it.

12. Le principali caratteristiche del Project Financing

Innanzitutto, viene sottolineata la natura self-liquidating del progetto[75]. Il project financing è una tecnica finanziaria innovativa volta a rendere possibile il finanziamento di iniziative economiche sulla base della valenza tecnico-economica del progetto stesso piuttosto che sulla capacità autonoma di indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa. È un'operazione di finanziamento nella quale una determinata iniziativa di investimento generalmente realizzata da parte di più promotori attraverso la costituzione di una specifica società di progetto, viene valutata dagli azionisti e dalle banche che la finanziano *principalmente* per le sue capacità di generare ricavi e, dove, i flussi di cassa connessi alla gestione costituiscono la garanzia primaria per il servizio del debito e per la remunerazione del capitale di rischio, attraverso un'opportuna contrattualizzazione delle obbligazioni delle parti che intervengono nell'operazione[76]. Quindi a *differenza dei tradizionali finanziamenti di impresa*, concessi dopo un'accurata valutazione dell'equilibrio economico-finanziario generale dell'impresa, *nel project financing ci si trova di fronte ad un finanziamento di progetto*, in base alla valutazione dell'equilibrio economico-finanziario di uno specifico progetto d'investimento e solo di questo (isolato, quindi, da altre eventuali iniziative poste in essere dai medesimi soggetti), con la differenza fondamentale che in questo caso non vi è la possibilità di compensare con altre attività di una medesima impresa un eventuale andamento negativo del progetto né, viceversa, la possibilità che un andamento positivo dell'investimento venga compromesso dall'esito negativo di altre iniziative[77]. Non si può definire project financing nemmeno quel finanziamento il cui "ripagamen-

[75] Definito "self-liquidating" il progetto caratterizzato per la sua capacità di produrre, durante il proprio ciclo vitale, un reddito minimo costante tale (come nel caso di oleodotti, gasdotti, raffinerie, ospedali, caselli a pedaggio, autostrade, ferrovie, reti telematiche e di telecomunicazione...) da coprire i costi operativi, da riuscire a ripagare i finanziatori, e da poter fornire un adeguato margine di profitto ai promotori del progetto.

[76] G. Imperatori, *Il project financing: una tecnica, una cultura, una politica*, Il Sole 24 ore Libri, Milano, 1995, p. 46.

[77] G. Imperatori, *Il project financing*, op. cit., p. 1.

to" dipende sì dal reddito prodotto dall'opera, ma è connesso con garanzie offerte dai promotori tanto rilevanti da far loro assumere in prima persona tutti i rischi dell'operazione[78].

La fase di gestione dell'opera costituisce elemento di primaria importanza, in quanto soltanto una gestione efficiente e qualitativamente elevata consente di generare i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito e remunerare gli azionisti. Per gestione si intende la capacità di organizzare tutto il processo connesso alla realizzazione del progetto: dalla progettazione esecutiva dei lavori, alla costruzione delle opere e alla successiva gestione imprenditoriale delle stesse, compresa la negoziazione dei finanziamenti. Qualunque possa essere il piano economico del progetto, la capacità di rispettare le previsioni di costi e ricavi in esso rappresentate dipende da molti fattori ma, in ultima analisi, dipende soprattutto dall'esperienza e dalla professionalità dei promotori nel gestire quel particolare tipo di investimento. L'esperienza imprenditoriale dei promotori nel settore in cui si realizza l'iniziativa è per le banche e per gli altri finanziatori, un elemento non meno importante del loro bilancio aziendale e costituisce pertanto un fattore determinante per la valutazione di affidamento del progetto.

Se la strutturazione finanziaria del progetto si fonda principalmente sui flussi di cassa che esso è in grado di generare, la prima condizione che deve essere soddisfatta è quella dell'isolamento giuridico di tale flusso di cassa, e dei rischi ad esso associati, da tutte le altre attività dei promotori[79]. Ciò si realizza generalmente attraverso la costituzione, con versamento del capitale proprio a carico dei promotori, di una società di progetto (o anche "SPV" – *Special Purpose vehicle*) che abbia come oggetto sociale esclusivo la realizzazione e la gestione dell'iniziativa, alla quale fanno riferimento tutti i diritti e gli obblighi relativi all'investimento. Generalmente la separazione giuridica del progetto consente quella economica: infatti, la società di progetto è un'entità giuridicamente distinta da quella dei/del promotori/e, con la conseguente separazione dei flussi generati dal

[78] G.B. Nuzzi, *Il project financing in Italia: esperienze e prospettive*, in "Il diritto del commercio internazionale", n. 3/1998, p. 686.

[79] G. Imperatori, *Il project financing*, *op.cit.*, p. 47 e ss.

progetto stesso da quelli relativi alle altre attività del promotore. Il duplice risultato è che, in caso di fallimento del progetto, il finanziatore non potrà rivalersi su beni del promotore diversi da quelli di proprietà della società di progetto e, simmetricamente, in caso di fallimento del promotore la società di progetto continuerà ad esistere perseguendo le proprie finalità.

La garanzia implicita che il progetto sia in grado di generare un flusso di reddito sufficiente al servizio del debito e che sia quindi finanziabile, è basata sul pacchetto di accordi che impegnano reciprocamente i partecipanti al progetto. Infatti, le garanzie principali per le banche, comprese le eventuali garanzie di rivalsa, sono generalmente contenute nel sistema di contratti sottostanti al progetto. Tali garanzie si dividono in: impegni contrattuali volti a responsabilizzare tutti i soggetti partecipanti al progetto al rispetto dei valori economici revisionali e ad assumersi i rischi di variazioni connesse direttamente con la propria attività imprenditoriale; garanzie reali tradizionali sui beni e le attività della società di progetto; eventuali obblighi di rivalsa sui promotori che configurano, sempre nell'ambito dei contratti sottostanti, veri e propri impegni di garanzia[80].

Altro tratto specifico del project financing attiene alla presenza particolarmente "invasiva" e "pervasiva" assunta dai soggetti finanziatori. Vengono infatti ad assumere sul progetto e sulla realizzazione dei cash-flow (in quanto su di essi si fondano principalmente le aspettative di rimborso del debito) un ruolo di "controllo" che caratterizza il fenomeno in maniera del tutto peculiare rispetto a quanto possa riscontrarsi in altre operazioni di finanziamento, ove il controllo non pare potersi esercitare in maniera così pregnante e attenta.

Nel caso in cui venga costituita una società di progetto, nel bilancio dei promotori l'operazione figurerà solo attraverso l'iscrizione nell'attivo della partecipazione acquisita nella SPV, ed eventualmente attraverso l'iscrizione tra i conti d'ordine dei possibili impegni di garanzia assunti[81]. L'indebitamento per la realizzazione del progetto apparirà solo nel bilancio del-

[80] G. Imperatori, *Il project financing*, *op.cit.*, p. 57.

[81] G. Imperatori, *Il project financing*, *op.cit.*, p. 48.

la nuova unità economica. Qualora l'operazione di project financing non preveda invece la costituzione di una società di progetto, l'indebitamento per la realizzazione del progetto apparirà sì nel bilancio degli sponsor, in particolare per l'azienda che "ospita" il progetto, però sarà aperta una separazione contabile e giuridica dei flussi di cassa e dei cespiti afferenti il progetto, dal resto dei *cash-flow* e delle attività patrimoniali dell'azienda "ospitante"[82].

Riepilogando, è possibile sintetizzare le principali caratteristiche del project financing come segue:

- il progetto viene valutato dai finanziatori principalmente (ma non esclusivamente) per la sua capacità di generare flussi di cassa;
- i flussi di cassa, connessi alla gestione del progetto, costituiscono la fonte primaria per il rimborso del debito e per la remunerazione del capitale di rischio.

La fase di gestione dell'opera costituisce elemento di primaria importanza (al pari della sua costruzione), in quanto soltanto una gestione efficace e qualitativamente elevata consente di generare i flussi di cassa necessari a soddisfare banche ed azionisti.

Al fine di isolare i suddetti flussi di cassa dalle altre attività degli azionisti è costituita un'apposita Società di Progetto che ha il compito di sviluppare l'iniziativa e di beneficiare delle risorse finanziarie necessarie alla sua realizzazione.

Le principali garanzie connesse all'operazione sono di natura contrattuale piuttosto che di natura reale.

La struttura dell'operazione è definita a seguito di un processo di negoziazione tra i diversi soggetti coinvolti (azionisti, banche, controparti commerciali) in merito alla ripartizione dei rischi dell'iniziativa tra i diversi partecipanti. La partecipazione di più soggetti al progetto garantisce una allocazione dei rischi (*risk sharing*) tra coloro che ne garantiscono una mitigazione economicamente più conveniente (efficiente ed efficace), bi-

[82] F. Berruti, *Il project financing*, EGEA, Milano, 1995, p.5

lanciando in modo ottimale i rischi trasferiti all'operatore privato e il costo del trasferimento a carico dell'amministrazione pubblica[83].

I finanziatori vengono generalmente a svolgere un vero e proprio ruolo di "controllo" e di indirizzo sulla gestione del progetto.

L'indebitamento per la realizzazione del progetto appare solo nel bilancio della nuova unità economica, e non in quello dei suoi sponsor e azionisti.

Il diritto di rivalsa nei confronti dello sponsor è il più limitato possibile.

13.1 SETTORI DI APPLICAZIONE

Il ricorso al Project Financing è possibile quando un investimento, che comporta un uso intensivo di capitale, si consacra a una sola e specifica strategia economica e consente di conseguire ricavi dalla gestione.

Un primo ambito di applicazione del Project Financing è quello delle opere di grandi dimensioni finanziarie. Le tecniche di costruzione del Project Financing sono estremamente complesse, richiedono il ricorso a più specializzazioni (fiscali, legali, ingegneristiche, ecc.) e necessitano di un'approfondita conoscenza del mercato. Le risorse umane coinvolte in queste operazioni sono numerose e con forte livello di specializzazione. Tutte circostanze che contribuiscono ad elevare i costi di finanziamento e potrebbero scoraggiare l'utilizzo del Project Financing quando l'intervento da realizzare non sia di importo così elevato da giustificare tutti questi costi. Tuttavia, possono essere realizzate in Project Financing anche opere di ridotto valore economico.

Il Project Financing, inizialmente utilizzato nel settore minerario e petrolifero, si è rapidamente diffuso in numerose altre attività produttive nelle quali il bisogno di investimenti su larga scala e a lunga scadenza risulta elevato.

Le telecomunicazioni forniscono un esempio eloquente al riguardo,

[83] http://www.project-finance.it

come il settore energetico e delle infrastrutture in generale. Ponti, porti, autostrade, sono tutte opere che prevedono dei ricavi a fronte dei servizi erogati; ricavi essenziali per generare quei flussi finanziari necessari a soddisfare il servizio del debito.

Un altro settore interessante è quello delle *public utilities* (energia elettrica, acqua, gas), che richiede forti investimenti finanziari, ma in cui la relativa stabilità dei cash-flow generabili risulta particolarmente interessante per il Project Financing.

Altri settori sono tradizionalmente interessati al Project Financing: il settore navale, il settore immobiliare e aeronautico, in cui il valore degli assets risulta particolarmente elevato.

Anche settori nuovi, come il turismo e l'ambiente, possono essere interessanti per il Project Financing, benché siano esempi più rischiosi e quindi di difficile applicazione.

L'insieme degli investimenti per i quali è possibile il ricorso al Project Financing può essere suddiviso mediante la modalità di generazione dei flussi finanziari e quindi alla prevedibilità dei ricavi.

In quest'ottica, una prima tipologia di settori è quella in cui è presente una buona prevedibilità della domanda e dei prezzi e quindi dei flussi di cassa attesi. Stiamo parlando soprattutto dei comparti delle public utilities in cui esistono dati storici o dove è facile individuare i contorni quantitativi di un mercato a domanda rigida.

Una seconda categoria di progetti per i quali è applicabile il Project Financing è quella che, pur presentando una minore prevedibilità del cash-flow dell'iniziativa, si realizza attraverso la preventiva stipula di contratti di cessione del prodotto e riesce, in questo modo, a ridurre i rischi di volatilità dei flussi finanziari del progetto.

La terza e ultima categoria di operazioni riguarda i progetti che presentano totale incertezza nella previsione dei ricavi dell'iniziativa. Stiamo parlando di quei settori dove la domanda è fortemente elastica e dove non è possibile concludere preventivamente contratti di cessione del prodotto.

I principali settori nei quali viene utilizzato il Project Financing a livello internazionale sono: aeromobili, ambiente, energia, acqua, infrastrutture

(interporti, aeroporti, ponti), petrolchimica, siderurgia, telecomunicazioni e trasporti di massa.

In Italia si è ricorso al Project Financing per la realizzazione di parcheggi, cimiteri, opere strumentali ai servizi pubblici locali (rete del gas) e progetti della mobilità (metropolitane) e del tempo libero (palazzetti dello sport, piscine, impianti sportivi). A questi si devono aggiungere gli ospedali e le carceri, nei quali i flussi di cassa attesi non consentono il ripagamento dell'investimento.

ISBN 978-88-89821-48-0

Euro 30,00