

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

Anno LXIII Fasc. 1 - 2012

Michele Rutigliano - Lorenzo Faccincani

PROJECT FINANCE
NEL PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO
E VALUTAZIONE DEL PIANO
ECONOMICO-FINANZIARIO

Estratto



Milano • Giuffrè Editore



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

PROJECT FINANCE NEL PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO E VALUTAZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

di MICHELE RUTIGLIANO e LORENZO FACCINCANI (*)

1. Il Partenariato Pubblico-Privato per la realizzazione di opere pubbliche.

Il “Partenariato Pubblico-Privato” (d’ora in poi PPP) attiene all’insieme delle forme di cooperazione tra le autorità pubbliche e le imprese aventi l’obiettivo di garantire il finanziamento, la costruzione, il rinnovamento, la gestione o la manutenzione di un’infrastruttura o la fornitura di un servizio. In particolare, possono essere realizzati tramite PPP (Unità Tecnica Finanza di Progetto, 2009, pp. 15-16):

a) progetti dotati di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso i ricavi da utenza, ovvero iniziative, effettuabili ad esempio nel settore dei trasporti, dell’energia e delle telecomunicazioni, capaci di produrre ricavi commerciali prospettici certi che consentono di recuperare integralmente i costi di investimento (c.d. opere calde);

b) progetti che richiedono una contribuzione pubblica, in quanto i ricavi commerciali di utenza non sono sufficienti per generare adeguati ritorni economici. L’erogazione del contributo è giustificata dal fatto che la realizzazione dell’infrastruttura produce rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali (c.d. opere tiepide);

c) progetti in cui il soggetto privato fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione: si tratta di opere pubbliche, quali carceri, ospedali e scuole, per le quali il partner privato trae la remunerazione, in maniera esclusiva o principale, dai pagamenti effettuati dalla Pubblica Amministrazione o da Enti locali (c.d. opere fredde).

Pertanto nel caso di opere calde al settore pubblico non viene richiesto alcun impegno finanziario e il suo ruolo consiste nell’assegnare compiti e responsabilità, nel garantire la trasparenza delle procedure di gara, nel ridurre le asimmetrie informative e nel definire chiaramente gli output finali del progetto. Per quanto concerne le opere tiepide e fredde il partner pubblico

(*) Michele Rutigliano ha redatto i §§ 3 e 4. Lorenzo Faccincani ha redatto i §§ 1 e 2. Congiuntamente è stato redatto il paragrafo conclusivo.

deve invece intervenire finanziariamente fornendo un sostegno ai proventi e/o un contributo in conto capitale (Vecchi, 2004, p. 112).

Gli elementi distintivi che caratterizzano solitamente i PPP sono così riassumibili (Commissione delle Comunità Europee, 2004, p. 3):

— la durata della collaborazione tra partner pubblico e privato per giungere alla realizzazione del progetto è relativamente lunga;

— il finanziamento risulta erogato dal settore privato, anche se spesso, come si è sopra affermato, alle risorse messe a disposizione dai privati si aggiungono quote di finanziamento pubblico;

— il partner pubblico si concentra prevalentemente sulla definizione degli obiettivi in termini di interesse pubblico, qualità dei servizi offerti e politica dei prezzi, oltre a garantire il controllo del raggiungimento di tali obiettivi, mentre il partner privato si occupa delle diverse fasi quali la progettazione, la realizzazione, l'attuazione e il finanziamento del progetto;

— vi è una ripartizione dei rischi tra partner pubblico e privato, ripartizione che varia da caso a caso secondo la capacità delle parti di valutare, controllare e gestire i rischi stessi.

In anni recenti il PPP ha suscitato un sempre maggior interesse da parte delle autorità pubbliche in ragione, da un lato, dei vantaggi che esse possono trarre dallo sfruttamento delle conoscenze del settore privato nella costruzione e gestione di opere infrastrutturali e, dall'altro, della necessità di dover rispettare gli stringenti vincoli dei bilanci pubblici finalizzati al contenimento della spesa (Commissione delle Comunità Europee, 2005, p. 3). Tali aspetti possono rendere il PPP preferibile rispetto a forme tradizionali di realizzazione delle opere. Infatti il PPP potrebbe consentire, grazie all'efficienza che di regola contraddistingue il *private sector*, la riduzione dei tempi e delle spese da sostenere per la realizzazione di infrastrutture, nonché la contrazione delle uscite per il finanziamento dell'opera in virtù delle risorse che provengono da soggetti privati disposti a investire in progetti a elevata intensità di capitali.

Considerato che la disponibilità di infrastrutture adeguate e la prestazione di servizi pubblici efficienti assumono rilievo strategico nel determinare lo sviluppo economico e il grado di competitività, favorendo l'insediamento di nuove unità produttive e il potenziamento di quelle esistenti, appare evidente l'importanza che una diffusione estesa di forme di PPP può ricoprire ai fini della crescita di un Paese. Ciò a maggior ragione in virtù della sempre più sentita e generalizzata esigenza di contenere, in prospettiva, l'ammontare di spesa pubblica, esigenza che potrà rendere ancora più difficoltoso, rispetto alla situazione attuale, il finanziamento di progetti di investimento strategici attraverso le risorse dei bilanci pubblici. In tal senso si ritiene che siano soprattutto i Paesi che presentano un gap infrastrutturale rispetto ai propri *competitors* e un debito pubblico estremamente elevato, quali l'Italia, a dover rivolgere particolare attenzione alle forme di *partnership* con il settore privato, le quali possono consentire, se correttamente strutturate, di realizzare

efficientemente opere infrastrutturali di utilità pubblica, con le conseguenti ricadute positive che questo può generare.

Con l'intento di fornire un quadro il più possibile esaustivo delle operazioni di PPP, è opportuno evidenziare che, in relazione agli strumenti giuridici mediante i quali può essere realizzato, si distinguono due forme di *Public Private Partnership*: un partenariato contrattuale basato in maniera esclusiva sui legami contrattuali tra i soggetti che partecipano alle operazioni e un partenariato istituzionalizzato che comporta la creazione di una struttura societaria, dotata di personalità giuridica e detenuta in maniera congiunta dal partner pubblico e da quello privato, avente la funzione di garantire la fornitura di un'opera o di un servizio a favore della collettività (Commissione delle Comunità Europee, 2004, p. 9 e ss.).

Nell'ordinamento italiano il PPP contrattuale viene esplicitamente disciplinato dal d. lgs n. 163 del 12/4/2006 (Codice dei Contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture), mentre la normativa concernente il PPP istituzionalizzato è contenuta nel d.lgs n. 267 del 18/8/2000 (Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli Enti Locali).

È da rilevare che nel comma 15-ter dell'art. 3 del Codice dei Contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture si fornisce una definizione di contratti di PPP, affermando, in maniera coerente con quanto sopra riportato, che essi hanno per oggetto una o più prestazioni quali la progettazione, la costruzione, la gestione o la manutenzione di un'opera pubblica o di pubblica utilità oppure la fornitura di un servizio. A titolo meramente esemplificativo viene anche specificato che rientrano tra i contratti di PPP la concessione di lavori, la concessione di servizi, la locazione finanziaria, l'affidamento di lavori mediante finanza di progetto e le società miste; inoltre può essere ricompreso nell'ambito del PPP anche l'affidamento a contraente generale nel caso il corrispettivo per realizzare l'opera sia in tutto o in parte posticipato e collegato alla disponibilità dell'opera per il committente o per utenti terzi. Si valuta di particolare rilievo l'affermazione che alle operazioni di PPP si applicano i contenuti della decisione Eurostat "*Treatment of public-private partnerships*" dell'11/2/2004, la quale prevede che se in un PPP l'amministrazione si assume il rischio di costruzione l'operazione deve risultare iscritta nel suo bilancio, prescindendo dall'allocazione dei rischi di domanda e disponibilità; se invece è il settore privato ad assumersi il rischio di costruzione, l'operazione deve essere classificata *off balance* dell'Amministrazione, a meno che quest'ultima non sostenga sia il rischio di domanda sia quello di disponibilità ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Il rischio di costruzione fa riferimento agli eventi collegati alla costruzione e al completamento degli *assets* oggetto di un PPP e comprende eventi quali ritardi di consegna, violazioni dei capitolati di costruzione, costi aggiuntivi significativi, carenze tecniche ed

La decisione Eurostat precisa anche che forme di intervento pubblico in grado di influire sull'allocazione dei rischi, quali ad esempio l'erogazione dei finanziamenti, la prestazione di garanzie e la presenza di clausole riguardanti la rescissione del contratto di PPP che stabiliscano il pagamento di un indennizzo da parte dell'Amministrazione, possono incidere sul trattamento contabile da riservare alle operazioni di *Public Private Partnership*. Dal contenuto della norma risulta palese la volontà del legislatore di evitare che gli investimenti per operazioni di PPP, le quali non comportino effettivamente un trasferimento del rischio di costruzione e di mercato al settore privato, non siano correttamente contabilizzati dalla pubblica amministrazione.

Per comprendere quale sia stata la diffusione delle operazioni di PPP si ritiene interessante far riferimento ai principali contenuti dello studio di Kappeler e Nemoz, i quali si sono proposti di analizzare quale sia stato l'andamento nel periodo 1990-2009 dei PPP nei Paesi dell'Unione Europea ⁽²⁾. Dalla tabella sotto riportata emerge che, fino al manifestarsi della crisi finanziaria, vi è stato un trend di crescita sia nel numero sia nel valore dei progetti conclusi; negli anni 2008 e 2009 si è invece verificato un declino causato principalmente dall'avvenuta sospensione o limitazione dei programmi di PPP da parte delle autorità pubbliche e dalle difficoltà incontrate nell'ottenere i prestiti necessari per finanziare i progetti ⁽³⁾. Nonostante la crescita che si è verificata, è tuttavia da rimarcare che attualmente nell'Unione Europea la diffusione dei PPP è ancora estremamente limitata, rappresentando solo una ridotta quota degli investimenti pubblici totali (Commissione delle Comunità Europee, 2009, p. 3).

esternalità negative che comportano il pagamento di indennizzi a terzi. Il rischio di disponibilità si riferisce a situazioni in cui livelli di prestazioni insoddisfacenti si traducono nell'indisponibilità di determinati servizi o in servizi che non rispettano gli standard qualitativi precisati nel contratto. Infine il rischio di domanda è riconducibile alla possibilità di variazioni della domanda che prescindono dalla qualità delle prestazioni offerte dal partner privato (European PPP Expertise Centre, Unità Tecnica Finanza di Progetto, 2011, pp. 13-14).

⁽²⁾ Per una corretta interpretazione dei dati riportati nel testo si tenga presente che *“to be counted as a PPP, a project must be based on a long term, risk sharing contract between public and private parties based on a project agreement or concession contract. It must also include the bundling of design, construction, operation and/or asset maintenance, together with a major component of private finance. Payments are made over the life of the PPP contract by the public sector to the private partner and are linked to the level and quality of services actually delivered. This definition excludes for example investments made by regulated utilities, project refinancing, privatizations involving asset sale or service outsourcing. However, projects with user charges, shadow tolls, availability charges or mixed payment schemes are all included as representing different forms of risk transfer”* (Kappeler, Nemoz, 2010, p. 4). Si tenga altresì presente che nello studio analizzato non sono stati considerati i progetti aventi un valore inferiore ai 5 milioni di euro.

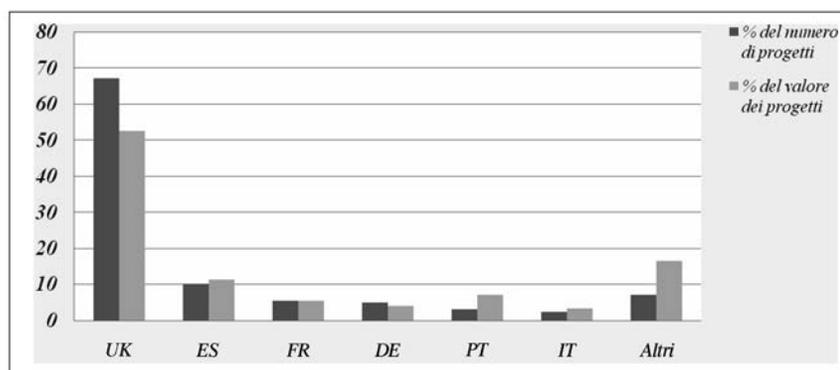
⁽³⁾ In merito all'impatto della crisi finanziaria sul mercato dei PPP vedi European PPP Expertise Centre, 2009.

TABELLA 1: *Evoluzione dei PPP in Europa*

Anno	Numero di progetti	Valore dei progetti (in milioni di euro)
1990	2	1.386,6
1991	1	73,0
1992	3	610,0
1993	1	454,0
1994	3	1.148,4
1995	12	3.264,9
1996	26	8.488,2
1997	33	5.278,0
1998	66	19.972,4
1999	77	9.602,6
2000	97	15.018,5
2001	79	13.315,3
2002	82	17.436,2
2003	90	17.357,1
2004	125	16.879,9
2005	130	26.794,3
2006	144	27.129,2
2007	136	29.597,9
2008	115	24.198,0
2009	118	15.740,4
Totale	1.340	253.744,9

Fonte: Kappeler, Nemoz, 2010, p. 7.

Per maggior chiarezza sulla diffusione del fenomeno si reputa opportuno riportare nella figura sottostante la ripartizione tra i diversi Stati del numero e del valore dei progetti conclusi, sempre con riferimento al periodo 1990-2009. Come risulta evidente le forme di PPP hanno avuto prevalente diffusione nel Regno Unito (UK), Paese in cui è stato realizzato il 67,1 per cento dei progetti complessivamente conclusi, per un valore pari al 52,5 per cento del totale. Il secondo mercato, notevolmente distanziato, è quello spagnolo (ES; 10,1 per cento in numero e 11,4 per cento in valore), seguito a sua volta da quelli francese (FR; 5,4 per cento in numero e 5,3 per cento in valore), tedesco (DE; 4,9 per cento in numero e 4,1 per cento in valore), portoghese (PT; 3,1 per cento in numero e 7 per cento in valore) e, infine, italiano (IT; 2,4 per cento in numero e 3,3 per cento in valore).

FIGURA n. 1: *Suddivisione delle iniziative di PPP per Paese*

Fonte: Elaborazione propria su dati riportati in Kappeler, Nemoz, 2010, p. 8.

Soffermandosi ora sul caso italiano è da evidenziare che i bandi di gara in PPP in Italia hanno registrato nel periodo 2002-2010 un significativo incremento, passando, in termini di numero, dall'1 per cento del 2002 al 4,1 per cento del 2010 rispetto al totale di gare e, in termini di valore, dal 5 al 20 per cento. È però da segnalare altresì l'elevata mortalità dei progetti dato che nell'arco di tempo indicato solo il 46,3 per cento è giunto all'aggiudicazione. Altri elementi caratterizzanti il PPP in Italia sono la dimensione relativamente modesta dei progetti e l'oggetto, costituito per lo più da opere fredde oppure da interventi semplici, con un flusso di cassa prevedibile e un rischio gestionale ridotto. In merito alla tipologia delle opere realizzate, si evidenzia che il PPP ha riguardato in prevalenza investimenti locali per la realizzazione di parcheggi, impianti sportivi e cimiteri (Banca d'Italia, 2011, p. 127).

Le motivazioni alla base del limitato sviluppo del PPP nel nostro Paese rispetto ad altri Stati dell'Unione Europea sono *in primis* ascrivibili all'elevata frammentazione delle amministrazioni aggiudicatrici, che sovente non dispongono delle competenze necessarie per l'affidamento dei contratti. A questo va ad aggiungersi, nel mercato italiano delle costruzioni di opere pubbliche, la presenza di un numero limitato di operatori che oltre tutto presentano dimensioni relativamente ridotte e che spesso non sono perciò in grado di organizzarsi singolarmente o in maniera congiunta per realizzare rilevanti operazioni di PPP (Unità Tecnica Finanza di Progetto, 2010, p. 9). È infine da segnalare la sostanziale assenza per le amministrazioni aggiudicatrici di strumenti di lavoro quali documenti standardizzati o linee guida e la mancata diffusione sull'intero territorio nazionale di buone prassi mediante la condivisione delle informazioni inerenti ad operazioni avviate e gestite con esito positivo da amministrazioni virtuose (Unità Tecnica Finanza di Progetto, 2011, p. 3).

2. Caratteristiche del project financing pubblico.

Una possibile modalità di realizzazione del PPP è rappresentata dall'affidamento di lavori mediante finanza di progetto o *project financing*. Rifacendosi alla classica definizione fornita da Nevitt, viene inteso come “*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 della unità in oggetto come la sorgente di fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell’unità economica in oggetto come garanzia collaterale del prestito*” (Nevitt, 1987, p. 13).

Per sintetizzare gli aspetti caratterizzanti un’operazione di *project financing* si può sottolineare quanto segue (Gatti, 2006, p. 30):

— il debitore è una società progetto, definita *Special Purpose Vehicle* (SPV) o società veicolo, costituita ad hoc e indipendente sia economicamente sia giuridicamente dagli sponsor, i quali promuovono l’iniziativa, apportano *equity* e beneficiano degli utili che verranno eventualmente prodotti. Nell’ambito della realizzazione di opere pubbliche la presenza della SPV, nella forma di società privata nel PPP contrattuale e di società pubblico/privata nel PPP istituzionalizzato, rappresenta l’elemento distintivo che permette di qualificare l’operazione come finanza di progetto differenziandola da una concessione di costruzione e gestione;

— i finanziatori godono solo di ricorso limitato, o talvolta non hanno addirittura alcuna possibilità di ricorso, nei confronti degli sponsor successivamente al completamento del progetto. Questi possono essere banche, obbligazionisti oppure soggetti pubblici, quali ad esempio la Banca Mondiale, la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e la Banca Europea per la Ricostruzione e lo sviluppo (BERS) (CNEL, 2002, p. 57);

— i rischi associati al progetto vengono allocati in maniera appropriata tra tutti i soggetti interessati all’operazione tramite processi di negoziazione di contratti commerciali e finanziari;

— il flusso di cassa dell’iniziativa deve essere sufficiente per dare copertura alle uscite per i pagamenti dei costi operativi e il rimborso e la remunerazione del prestito ottenuto;

— vi sono garanzie reali che vengono rilasciate dagli sponsor ai finanziatori a valere sugli introiti e sugli *assets* del progetto.

Nella finanza di progetto sono diversi gli schemi in base ai quali possono essere regolati i rapporti tra committente e concessionario. Tra questi i più rilevanti sono il BOT (*Build, Operate, Transfer*), con il quale la SPV ha l’obbligo di costruire, gestire fino al recupero dell’investimento iniziale e, quindi, cedere l’opera all’ente pubblico concedente ⁽⁴⁾, e il BOO (*Build,*

⁽⁴⁾ In Italia il BOT rappresenta lo schema più diffuso relativamente ad operazioni di *project financing* per opere pubbliche (Bentivogli, Panicara, Tidu, 2008, p. 5).

Operate, Own), il quale prevede invece il mantenimento della proprietà da parte del concessionario alla conclusione del rapporto (Miscali, 1995, p. 22) ⁽⁵⁾.

Il *project financing* può rappresentare una modalità conveniente per la realizzazione di opere infrastrutturali in quanto è in grado di consentire la ripartizione dei rischi e dei ricavi in modo predeterminato sulla base delle esigenze dei soggetti coinvolti, la razionalizzazione del processo di identificazione degli investimenti, l'ottimizzazione della gestione delle attività operative in virtù della presenza di soggetti specializzati e, infine, il contenimento dei costi e dei compiti per la Pubblica Amministrazione. A fronte di tali vantaggi è però da considerare che la programmazione di un'operazione di tal specie può richiedere tempi lunghi al fine di contemperare gli interessi e gestire le complesse relazioni tra i diversi soggetti coinvolti, con potenziale aggravio dei costi da sostenere (Mulazzani, 2004, p. 151). Può inoltre presentarsi il rischio che si verifichi una riduzione dell'efficienza soprattutto successivamente alla costruzione nella fase di gestione dell'infrastruttura e vi è anche la possibilità che la finanza di progetto possa essere utilizzata dal partner pubblico solamente con la finalità di aggirare i vincoli di bilancio (Cori, Giorgiantonio, Paradisi, 2010, p. 6, nota 7).

Sotto il profilo normativo il legislatore italiano ha disciplinato per la prima volta il *project financing* pubblico con l'art. 11 della legge n. 415 dell'11/11/1998 (c.d. Merloni *ter*) che ha introdotto gli articoli dal 37-*bis* al 37-*nonies* nella legge quadro sui lavori pubblici (legge n. 109 dell'11/2/1994). In seguito si sono avuti numerosi interventi legislativi che hanno ampliato la portata dell'istituto e hanno apportato delle modifiche alla procedura da seguire allo scopo di semplificarne lo svolgimento e favorire la presentazione di proposte provenienti da soggetti privati ⁽⁶⁾. Attualmente la disciplina della finanza di progetto è contenuta nell'articolo 153 del Codice dei Contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture. In estrema sintesi, tale articolo prevede innanzitutto una procedura a gara unica che stabilisce che l'amministrazione (Ente appaltante) pubblici un bando di gara per individuare il promotore sulla base dell'offerta economicamente più vantaggiosa che le viene presentata. Inoltre si ha una procedura con doppia gara, con una prima fase che ha come scopo individuare il promotore a cui attribuire un diritto di prelazione e una seconda fase che permette di aggiudicare effettivamente la concessione ponendo a base di gara la proposta del promotore a cui è stata assegnata la prelazione. Infine è prevista una procedura ad iniziativa privata attivabile solo qualora vi sia inerzia della Pubblica Amministrazione, ovvero non sia stato pubblicato il bando entro sei mesi dall'approvazione dell'elenco annuale dei lavori da realizzare ⁽⁷⁾.

⁽⁵⁾ In merito ad altri possibili schemi di regolazione dei rapporti tra committente e concessionario vedi Pompella, 2006, pp. 65-70.

⁽⁶⁾ Per il dettaglio degli interventi legislativi si rimanda a Giorgiantonio, Giovanniello, 2009, pp. 22-23.

⁽⁷⁾ Con riferimento al Codice dei Contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture

Relativamente agli aspetti fiscali, l'articolo 96 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi stabilisce al V° comma che la regola sul limite di deducibilità degli interessi passivi nel 30% del Risultato Operativo Lordo non debba essere applicata, tra gli altri soggetti, alle "società di progetto costituite ai sensi dell'articolo 156 del codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture, di cui al decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163". Si tratta di una disposizione che mira chiaramente a non penalizzare, tramite l'indeducibilità degli interessi passivi dalla base imponibile, il ricorso all'indebitamento da parte della società veicolo costituita per la costruzione e la gestione dell'opera, società che tradizionalmente presenta rapporti di leva finanziaria elevati: infatti la non esenzione dalla norma di indeducibilità degli interessi passivi avrebbe rischiato di costituire un deterrente per l'intrapresa di opere pubbliche con la formula del *project financing*, dato che la redditività generata dalla SPV sarebbe stata penalizzata, a parità di altre condizioni, dal maggior ammontare di imposte IRES da sostenere, con conseguenti potenziali ripercussioni negative sulla capacità di attrarre risorse finanziarie.

Illustrati gli elementi essenziali della finanza di progetto quale modalità applicativa del PPP finalizzata alla realizzazione di infrastrutture pubbliche, si vogliono proporre alcune brevi riflessioni in merito al ruolo fondamentale che può essere ricoperto dai finanziatori nell'ambito dell'operazione. Nella strutturazione del *project financing* l'aspetto centrale, attorno al quale ruota la possibilità di successo dell'iniziativa, è costituito dalla disponibilità di finanziamenti che siano in grado di coprire il fabbisogno derivante dall'attuazione degli investimenti infrastrutturali. Perché ciò avvenga è necessario che il progetto sia valido sotto il profilo industriale e risulti di conseguenza sostenibile finanziariamente; allo scopo di verificare tale aspetto deve essere stimata la capacità del progetto di produrre flussi di cassa operativi, accertando l'adeguatezza di questi ultimi, anno per anno e nel totale, rispetto alle uscite per il servizio del debito e per la remunerazione dei portatori di capitale di rischio (Forestieri, 2009, p. 279).

L'elemento peculiare che distingue la finanza di progetto da un tradizionale credito erogato a un'impresa è riconducibile alla circostanza che i flussi positivi e negativi oggetto di valutazione si riferiscono a un singolo progetto; non si può pertanto avere quella diversificazione che nel caso di finanziamento *corporate* permette invece di realizzare un'attenuazione del rischio per il creditore (Comana, 2003, p. 18). In definitiva per i potenziali finanziatori, *in primis* le banche, si tratta di sviluppare una conoscenza approfondita delle peculiarità dello specifico progetto, con particolare *focus* sul complesso dei rischi che lo caratterizzano e sui possibili effetti sui *cash flows* attesi. Ciò tenendo anche presente che per la banca l'accurata determinazione del rischio creditizio associato all'operazione di *project financing*, mediante l'analisi

la procedura a gara unica è disciplinata dall'articolo 153, commi 1-14, la procedura con doppia gara dall'articolo 153 comma 15, lettere *a, b, c, d, e, e f e*, infine, la procedura ad iniziativa privata in caso di inerzia della Pubblica Amministrazione dall'articolo 153, commi 16, 17 e 18.

critica dei principali assunti alla base delle proiezioni economico-finanziarie, la considerazione di diversi possibili scenari alternativi e l'utilizzo di opportuni indicatori sintetici costituiscono la *conditio sine qua non* sia per applicare un corretto *pricing* al finanziamento erogato sia, nel caso abbia adottato approcci *internal rating based*, ai fini di determinare precisamente i requisiti di capitale da detenere per rispettare quanto è stabilito dalla normativa prudenziale in materia di rischio di credito.

3. La valutazione del Piano Economico-Finanziario da parte dell'Ente appaltante.

Già si è detto dell'art. 153 del Codice dei Contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture, che disciplina la finanza di progetto. Un necessario passaggio per l'identificazione da parte dell'Ente appaltante dell'offerta economica più vantaggiosa (non l'unico e di regola neppure il principale ⁽⁸⁾) è costituito dalla valutazione economico-finanziaria di un « Piano » asseverato da un istituto di credito. Tale valutazione costituisce un accertamento della redditività del progetto e della sostenibilità finanziaria, quindi della cosiddetta "bancabilità". In altri termini, va valutata ex-ante comparativamente la capacità del Piano Economico Finanziario (PEF) che accompagna il "progetto" di attrarre i finanziatori, a titolo di debito (le banche) e a titolo di capitale o *equity* (altri investitori, in parte realisticamente gli stessi promotori privati del progetto).

Naturalmente questa valutazione non può limitarsi ad un confronto fra gli "indicatori" di redditività e di sostenibilità finanziaria, così come esposti nel PEF. Occorre invece valutare, con il supporto di tecnici specializzati, la plausibilità delle ipotesi che sembrano garantire l'equilibrio economico-finanziario del piano. La plausibilità delle ipotesi può essere considerata in termini assoluti, ma soprattutto in termini relativi o comparativi tra i progetti presentati. Ad esempio, nel caso di un *Project Finance* avente ad oggetto la costruzione di una tangenziale e di un traforo a pagamento, è evidente che ipotesi di volumi di traffico troppo ottimistiche o di durate eccessive delle concessioni dell'ente appaltante, oppure abnormi aspettative sui ricavi da

(8) In un concreto caso relativo ad un'opera infrastrutturale da realizzarsi in Italia (costruzione di una tangenziale con un traforo a pedaggio), gli elementi da considerare ai fini di selezionare l'offerta economica più vantaggiosa per l'Ente locale sono stati i seguenti (in parentesi la ponderazione percentuale nella valutazione): 1) misure di inserimento, mitigazione e compensazione ambientale, anche con riferimento ai materiali previsti (23%); 2) qualità progettuale e grado di definizione e approfondimento della proposta tecnica sotto i profili costruttivo e urbanistico (22%); 3) sicurezza, funzionalità e fruibilità dell'opera (20%); 4) livelli tariffari e metodologia di aggiornamento (17%); 5) valore economico-finanziario del piano, contenuto della bozza di convenzione, tempi di progettazione ed esecuzione dei lavori (18%). Come si può osservare, la valutazione del piano economico-finanziario è ricompreso nell'elemento n. 5, che peraltro richiama anche altri profili ritenuti rilevanti ai fini della selezione dell'offerta economica più vantaggiosa.

subconcessione ⁽⁹⁾ costituiscono elementi che indeboliscono la solidità del piano, in quanto gonfiano il livello degli indicatori e ne attenuano pertanto la credibilità.

Va esclusa invece dalla specifica valutazione del PEF nella prospettiva dell'Ente appaltante la considerazione del "valore" economico dell'opera, sotto il profilo della rilevanza delle strutture progettate, come talvolta si è portati erroneamente a ritenere. Il fatto ad esempio che per un "traforo" si proponga in progetti alternativi un unico tunnel, c.d. "canna unica" (meno costosa), o la "doppia canna" (più costosa) non costituisce in quanto tale elemento discriminante nella valutazione economico-finanziaria. Se astrattamente una delle offerte in gara proponesse quattro canne (ad esempio, una per ogni corsia), quindi a costi ancora più alti, tale aspetto non risulterebbe direttamente rilevante ai fini della valutazione del PEF. Infatti ciò interesserebbe solo indirettamente i potenziali futuri finanziatori e investitori, attenti essenzialmente alla redditività del progetto e alla sua sostenibilità finanziaria, in quanto realisticamente avrebbe effetti sugli indicatori economico-finanziari.

L'alternativa canna unica/canna doppia, tema preso come spunto esemplificativo, oppure la presenza eventuale di un maggior tratto stradale nei progetti dell'uno o dell'altro concorrente, attengono alla fruibilità dell'opera e alla capacità della stessa di soddisfare le esigenze collettive per le quali si intende dar corso al progetto. L'Ente appaltante, in quanto portatore degli interessi collettivi, valuterà piuttosto la coerenza tra il valore dell'opera e i corrispettivi richiesti dal potenziale concessionario (in termini di tariffe e/o eventualmente contributi pubblici). Ma questo è un profilo estraneo alla pura valutazione del PEF, pur costituendo un aspetto importante che contribuisce al giudizio comparativo per l'individuazione dell'offerta economica più vantaggiosa nella prospettiva dell'Ente, giudizio che scaturisce dalla valutazione complessiva di tutti gli elementi che compongono il "rating" attribuibile ai singoli progetti.

La redditività del progetto viene misurata di regola da due indicatori principali: 1) TIR (tasso interno di rendimento) del progetto; 2) TIR *equity*.

Il TIR progetto è notoriamente un indicatore percentuale che esprime il rendimento del progetto, riflesso della capacità dello stesso di generare adeguati flussi di cassa dalla gestione operativa. A tal fine si tiene quindi conto dei flussi di cassa per investimenti fissi e di capitale circolante, nonché di ricavi e costi monetari inerenti alla gestione del progetto, indipendentemente da come esso sarà finanziato, quindi senza tener conto degli oneri finanziari e più in generale del servizio del debito.

Il TIR *equity*, invece, esprime un rendimento nella prospettiva dei potenziali futuri azionisti della società-progetto, considerando quindi gli esborsi che dovranno sostenere per finanziare il progetto, i dividendi che incasse-

⁽⁹⁾ Ad esempio per costruzione di parcheggi a pagamento o di centri/aree commerciali, strutture di accoglienza (hotel/motel) lungo il percorso dell'autostrada.

ranno nel corso della concessione ed eventualmente il valore di liquidazione finale della società-progetto alla scadenza della concessione. Questo indicatore è influenzato dalla struttura finanziaria della società progetto, quindi dal peso relativo del debito e dell'*equity* nel finanziamento del progetto.

È evidente che più elevati sono i rendimenti (di progetto e sull'*equity*) migliore è l'attrattività dello stesso dal punto di vista dei futuri finanziatori (banche ⁽¹⁰⁾ e azionisti), non necessariamente dal punto di vista del concedente.

Altri indicatori di economicità sono normalmente proposti, riflesso di sintesi del PEF: VAN-valore attuale netto di progetto e VAN *equity*. Se pure sotto il profilo teorico il criterio del VAN risulta generalmente preferibile rispetto a quello del TIR, va sottolineato che nella valutazione comparativa da parte dell'Ente appaltante di progetti proposti da diversi soggetti concorrenti, come nella procedura in oggetto, il VAN si rileva meno affidabile, risultando determinato sulla base di costi medi ponderati del capitale (WACC) e di costi dell'*equity* (Ke) stimati nei PEF dai diversi proponenti con metodologie disomogenee e sulla base di diversi parametri e ipotesi.

L'altro profilo della valutazione riguarda la sostenibilità finanziaria del progetto, nella prospettiva degli istituti di credito che saranno eventualmente chiamati a finanziarlo. In altri termini, il progetto potrebbe essere redditizio, ma presentare un profilo temporale di flussi di cassa non compatibile con le aspettative delle banche di vedere rimborsato il finanziamento erogato e pagati gli interessi ("servizio del debito") secondo i ritmi desiderati.

Per valutare questo aspetto sono calcolati altri indicatori. I più noti sono: ADSCR: *Annual Debt Service Cover Ratio*; LLCR: *Loan Life Cover Ratio* ⁽¹¹⁾. Il primo misura, per ciascun anno del periodo di rimborso del debito, il rapporto fra il flusso di cassa generato dal progetto e disponibile per il servizio del debito (numeratore) e il servizio del debito (denominatore). L'indicatore deve essere stabilmente superiore all'unità; quanto più elevato è l'indicatore, tanto più "bancabile" è il progetto e tanto più appetibile risulta anche per i finanziatori a titolo di *equity*, che potranno contare su distribuzioni di dividendi. Il secondo misura, per ciascun anno del periodo di rimborso del debito, il rapporto fra il valore attuale di tutti i futuri flussi di cassa generati dal progetto nel corso della vita del finanziamento e disponibili per il servizio del debito (numeratore) e il debito residuo alla data (denominatore).

È evidente che i progetti in gara e sottoposti a valutazione comparativa "promettono" sempre rendimenti superiori alle soglie minime di rendimento (WACC o Ke), sia pure su livelli differenziati, ma soprattutto si presentano pienamente sostenibili in termini finanziari. È quindi cruciale una valuta-

⁽¹⁰⁾ Le banche a loro volta calcoleranno un *lender's IRR*, che non è di regola evidenziato nel PEF ma che può essere facilmente dedotto dai flussi di loro pertinenza.

⁽¹¹⁾ Altri indicatori utilizzati sono: Project Life Coverage Ratio (PLCR); minimum Debt Service Coverage Ratio (mDSCR); Average Annual Debt Service Coverage Ratio (Average ADSCR).

zione delle ipotesi sottostanti rispetto alla loro coerenza e plausibilità, per accertare in che misura l'equilibrio economico-finanziario dipenda ad esempio da rilevanti ricavi da subconcessioni o da contributi ipotizzati a carico dell'Ente, oppure da ipotesi di traffico troppo aggressive. Pertanto la circostanza secondo la quale tutti i progetti in gara presentano di regola indicatori reddituali e finanziari "positivi" non deve sorprendere. Il PEF è realisticamente costruito dai diversi proponenti con un processo iterativo: intervenendo sui costi, sulle tariffe, sui volumi di traffico, sulla durata della concessione, sulla struttura finanziaria, sull'entità degli eventuali ricavi da subconcessione, su ipotesi di contribuzione pubblica o della stessa stazione appaltante, etc., si può sempre ottenere una "quadratura". Il PEF (asseverato dalla banca) e presentato in gara esprimerà quindi sempre positivi indicatori di redditività e risulterà sempre finanziariamente sostenibile.

Se gli indicatori di rendimento e di sostenibilità finanziaria riflettono essenzialmente la prospettiva di analisi dei potenziali finanziatori del progetto (con debito o equity), è però evidente che: *a*) essi sono di interesse anche per l'Ente appaltante, in quanto l'equilibrio del PEF costituisce la condizione per la finanziabilità dell'opera da parte dei "privati", quindi per il "successo" stesso del *project financing*; *b*) come accennato, indicatori anche molto positivi potrebbero derivare da ipotesi quanto meno da sottoporre ad attenta verifica; *c*) il punto di vista degli investitori/finanziatori non è necessariamente coincidente con quello dell'Ente appaltante, nella prospettiva della selezione della proposta economica più vantaggiosa. Anzi vi è un naturale "conflitto" tra gli interessi del potenziale promotore nel sostenere proposte profittevoli (nella prospettiva degli investitori e delle banche) e quelli dell'Ente, che rappresenta gli interessi collettivi.

La valutazione delle tariffe costituisce spesso un profilo a sé stante, rilevante nella valutazione comparativa sotto diversi aspetti: *i*) sono un dato di input fondamentale del piano, quindi ne va valutata la plausibilità per dare credibilità al piano stesso; *ii*) costituiscono un onere per la collettività, il che per lo più rappresenta una separata componente del "rating" e quindi uno specifico e distinto elemento di valutazione.

Si è già sottolineato che il valore dell'opera sotto il profilo della rilevanza delle strutture progettate (ad esempio, l'opzione per la canna unica o la doppia canna di un traforo, come più sopra esemplificato) non influenza il giudizio sul valore economico del PEF, che attiene alla finanziabilità dell'opera, quindi alla capacità di attrarre i necessari capitali. L'Ente concedente valuta ex ante l'opera rispetto a criteri che ne definiscono la fruibilità per gli utenti, non rispetto ai costi per la realizzazione della stessa e ai risultati in termini di rilevanza dimensionale delle strutture. Quindi la canna unica o doppia sono aspetti certamente di interesse per l'Ente, ma non direttamente, ed in quanto tali, nella prospettiva della valutazione di convenienza per l'Ente medesimo. Sotto il profilo economico, la valutazione va infatti effettuata non mediante una comparazione dei valori assoluti, che porterebbe ad affermare semplice-

mente che alcuni progetti promettono una fornitura di “minor valore”. Piuttosto, va effettuata in rapporto ai corrispettivi richiesti per l’opera stessa, nel nostro esempio a carico essenzialmente della collettività sotto forma di tariffa. Suona evidente che a fronte di un’opera meno costosa, soprattutto se come conseguenza di una soluzione di effettivo minor impegno per il concessionario (ad esempio, in virtù della canna unica), il concedente dovrebbe attendersi un corrispettivo comparativamente inferiore, quindi minori tariffe.

Come già ricordato, nella costruzione del piano economico-finanziario il proponente si pone di regola l’obiettivo di rappresentare un progetto in grado di remunerare adeguatamente l’investimento e di attrarre finanziamenti bancari in virtù di una intrinseca capacità di rimborso. Avrà però cura di non far apparire una redditività molto elevata, in quanto ciò alimenterebbe le aspettative dell’Ente di veder accolti interventi sui ricavi attesi volti a ridurre le tariffe o le eventuali contribuzioni pubbliche.

Nella predisposizione del PEF il proponente si posizionerà quindi all’interno di una forchetta che vede: *a*) un limite inferiore costituito da una redditività, che si rifletta anche su indicatori finanziari, che comunque confermino l’appetibilità del progetto dal punto di vista di investitori e finanziatori; *b*) un limite superiore costituito da livelli che non lascino troppi spazi alla negoziazione con l’Ente sui profili tariffari. In tal senso, il proponente tenderà a dichiarare anche una redditività che risulti di poco superiore al rendimento stimato come minimo accettabile per i potenziali investitori in capitale di rischio.

Come già accennato, per conseguire obiettivi apparentemente confliggenti il PEF è opportunamente costruito mediante un processo iterativo, con tentativi successivi fino a raggiungere un buon equilibrio fra le esigenze anche estetiche di presentazione del piano nella prospettiva dell’asseverazione dell’istituto di credito e gli interessi dell’Ente e quindi della collettività degli utenti. Al fine di rendere ancora più convincente l’ipotesi che la redditività offerta dal progetto sia positiva, ma “appena sufficiente”, i tassi di rendimento del progetto sono posti a confronto dai singoli proponenti con soglie minime di rendimento che confermeranno tale profilo di sufficienza minima e con dichiarazioni secondo le quali nessun elemento di ricavo (da tariffa, sub-concessioni o contribuzioni pubbliche) potrà essere rivisto in diminuzione, perché ciò comprometterebbe l’equilibrio del piano stesso.

Nella prospettiva di analisi economico-finanziaria, la selezione dell’offerta economica più vantaggiosa da parte dell’Ente appaltante deve quindi prescindere dal livello degli indicatori di redditività-sostenibilità finanziaria, i quali costituiscono una condizione di attrattività verso gli investitori e i finanziatori, quindi un vincolo non un obiettivo. L’offerta più vantaggiosa è quella che rispetta la suddetta condizione, ma che comporta i minori costi per la collettività (tariffe e/o contribuzione pubblica), in termini assoluti e in termini relativi rispetto alle caratteristiche strutturali e di fruibilità dell’opera.

4. A margine: finanziamento bancario del progetto a tasso fisso o variabile con copertura?

In sede di effettiva erogazione di finanziamenti bancari nell'ambito del *project financing* si riscontra da parte delle banche una decisa preferenza, se non un orientamento esclusivo, nei confronti di finanziamenti a tassi variabili con copertura del rischio tasso, rispetto a finanziamenti a tasso fisso. Il tema è in realtà più generale, non riguardando specificamente gli interventi di *project finance*, né in particolare quelli riconducibili al Partenariato Pubblico-Privato. L'esigenza di garantire al PEF una stabilità degli oneri finanziari, che non risentiranno quindi delle oscillazioni dei tassi di interesse di mercato, è comunque considerata dalle banche di primaria importanza, quale che sia la modalità con cui tale risultato è conseguito. E gli stessi investitori nell'*equity* della società progetto dovrebbero ritenere, e ritengono, che ciò possa contribuire a ridurre il rischio degli azionisti ed in particolare, prospetticamente e a parità di altre condizioni, a stabilizzare i flussi di cassa distribuibili.

Se quindi è condivisibile l'obiettivo finale, sia dal lato del finanziatore sia da quello del prenditore, l'acquisizione di un finanziamento a lungo termine a tasso fisso, rispetto ad uno a tasso variabile con copertura mediante strumenti finanziari derivati, non si rivela neutra per il soggetto finanziato. Ciò non tanto sotto il profilo dell'onerosità complessiva, considerato che un ipotizzabile maggior costo del finanziamento a tasso variabile con copertura — riflesso di una marginalità anche sul derivato per le impropriamente dette “commissioni implicite” — andrebbe verificato empiricamente e riscontrato nelle mutevoli e contingenti condizioni di mercato. Piuttosto a causa del trattamento contabile riservato agli strumenti derivati da parte del principio IAS 39 per i soggetti che adottano i principi internazionali per obbligo o per scelta.

Nel caso di strumenti finanziari derivati di copertura del rischio di tasso di interesse, ad esempio dei semplici *Interest Rate Swap*, a fronte di passività a tasso variabile (c.d. *Cash Flow Hedge*), il principio in oggetto ⁽¹²⁾ prevede che lo strumento derivato sia valutato al *Fair Value* e che le differenze di valore siano appostate a patrimonio netto, in apposita riserva che quindi può assumere valore positivo o negativo ⁽¹³⁾. Poiché la copertura con lo swap prevede che la società paghi il tasso fisso e incassi il tasso variabile, in presenza di una diminuzione dei tassi di interesse di mercato lo swap assumerà un valore negativo che alimenterà una riserva negativa di patri-

⁽¹²⁾ La problematica in discussione non sussiste nel caso di soggetti che redigono il bilancio secondo gli ordinari principi codicistici. In tal caso, infatti, il derivato sarebbe oggetto di valutazione a *Fair Value* soltanto ai fini dell'informativa in Nota integrativa, quindi senza effetti economici o patrimoniali derivanti dalla suddetta valutazione.

⁽¹³⁾ Sempreché la copertura possa considerarsi “efficace” in base allo standard; in caso contrario le differenze di valore sono da appostare a conto economico. Talvolta l'inefficacia è il riflesso di strumenti finanziari derivati caratterizzati da particolare complessità e non del tutto coerenti con il profilo di rischio inerente alla posizione debitoria oggetto di copertura.

monio netto nei conti dell'impresa ⁽¹⁴⁾. Per quanto questo possa considerarsi un effetto contabile reversibile nel medio periodo al ridursi della vita residua del finanziamento e del derivato, un effetto che non riflette realmente la dinamica della gestione finanziaria né tanto meno quella della gestione operativa, l'erosione del patrimonio netto che in tal caso si verifica non giova ai rapporti con le banche, con gli azionisti, con il complessivo mercato azionario, nel caso in cui la società sia quotata in borsa.

Sorge quindi spontanea la domanda volta a comprendere i motivi per cui le banche tendono a non concedere finanziamenti a medio-lungo termine a tasso fisso, rendendo di fatto eventualmente disponibili soltanto finanziamenti a tasso variabile e, quanto meno nel *project finance*, caldamente « invitando » la clientela a stipulare un contratto derivato di copertura contro il rischio di tasso di interesse. La ragione che viene per lo più rappresentata dalle banche è connessa all'esistenza di un mercato di approvvigionamento relativamente liquido nel comparto del tasso variabile, anche se per scadenze non necessariamente in linea con quelle più lunghe tipiche del *project finance*. Pertanto, le stesse banche, al fine di erogare a condizioni di tasso fisso, dovrebbero stipulare con terze controparti di mercato contratti derivati di copertura di una provvista a condizioni di tasso variabile. Così operando, però, la banca — che pure adotta i principi IAS/IFRS — si troverebbe nella medesima condizione sopra descritta con riferimento all'impresa prenditrice che si finanziasse a tasso variabile con copertura e, nell'ipotizzato scenario di tassi decrescenti, potrebbe trovarsi ad iscrivere a patrimonio netto quella stessa riserva negativa di *Cash Flow Hedge*. Ma quest'ultima, in caso di estinzione anticipata del finanziamento (a tasso fisso) da parte del prenditore, ad esempio per trarre beneficio dalla favorevole dinamica dei tassi, dovrebbe essere azzerata con imputazione dell'onere relativo al conto economico della banca. Ciò significa che comprensibilmente andrebbe contrattualizzato, nel rapporto con il soggetto finanziato, non una generica “penale” fissa per estinzione anticipata, bensì propriamente il trasferimento a carico del prenditore dell'onere subito dalla banca, un onere peraltro non determinabile a priori.

Agli stessi risultati si giungerebbe se la banca finanziasse il cliente a tasso fisso con provvista a tasso variabile e realizzasse una copertura non già a valere sulla passività a tasso variabile, bensì avente ad oggetto l'operazione di impiego a tasso fisso secondo l'impostazione del *Fair Value Hedge*. In tal caso le variazioni di *fair value* dello strumento derivato tenderebbero a compensarsi a conto economico della banca con le variazioni di *fair value* dell'impiego. Ma, in caso di estinzione anticipata da parte del prenditore,

⁽¹⁴⁾ Ad esempio, il bilancio consolidato di Alerion Clean Power Spa per l'esercizio chiuso al 31/12/2010 espone una riserva negativa di *cash flow hedge* di euro 17,4 milioni (euro 14,5 milioni al 31/12/2009), che ha un peso di circa l'11% rispetto al patrimonio netto consolidato esposto a bilancio. Si tratta di un effetto generato dalla presenza di strumenti finanziari derivati nei bilanci delle società progetto del gruppo, attive per lo più nella gestione di parchi eolici finanziati dalle banche in *project finance*.

ovviamente per un importo pari al debito residuo in linea capitale, in presenza di un derivato minusvalente per la banca (scenario di tassi di interesse al ribasso) si verificherebbe nuovamente la necessità di iscrivere la perdita sul derivato a conto economico e di addebitare al prenditore tale importo, come si è detto non determinabile in sede di stipulazione del contratto in quanto riflesso delle correnti condizioni del mercato finanziario. Al fine di non incorrere in simili problematiche operative, tenuto conto della illiquidità del mercato per provvista a tasso fisso da parte della banca per scadenze a medio-lungo termine, delle erogazioni a stati di avanzamento lavori (SAL) che tipicamente sono previste nel *project finance*, della volontà di evitare contenziosi e reclami, le banche tendono a finanziare i progetti essenzialmente a tasso variabile, con copertura del rischio di tasso di interesse mediante un idoneo strumento finanziario derivato che le stesse banche mettono a disposizione delle controparti ⁽¹⁵⁾.

Si consideri che il tiraggio da parte dell'affidato, temporalmente non determinabile a priori con certezza nel corso della fase di realizzazione dell'opera, contribuisce a rendere meno agevole la gestione del *funding* da parte della banca, perfino nell'ipotesi di un linea di credito al prenditore a condizioni di tasso variabile. Infatti, se la banca provvede alla provvista per l'intero importo della linea, per fissare lo spread sull'euribor per l'intera vita della linea stessa e applicare un *mark up* al cliente predefinito in sede contrattuale, dovrà gestire la liquidità in eccesso fino al momento in cui la linea non sia interamente utilizzata, con un rischio economico a carico della banca che ragionevolmente dovrebbe essere trasferito ove possibile sul prenditore. Se, al contrario, attiverà la provvista in funzione dei singoli tiraggi, sul cliente graveranno oneri finanziari parametrati a spread sulla provvista determinati di volta in volta e non quantificabili a priori. Va infine riconosciuto che, proprio in relazione alla gestione del *funding* della banca, l'estinzione anticipata da parte del prenditore di un finanziamento a M/L termine, anche se a tasso variabile, è fonte potenziale di oneri per la banca. Quest'ultima, infatti, potrebbe avere inizialmente effettuato una provvista con scadenza coerente con l'impiego e negoziato sulla stessa uno spread che, nel caso di rimborso anticipato da parte del prenditore, non necessariamente è in grado di trasferire sulle operazioni di reimpiego a più breve termine della liquidità derivante dall'estinzione. Ne consegue che, in tale ipotesi, sarebbe ragionevole che fosse previsto nel contratto di finanziamento a tasso variabile il riconoscimento a favore della banca degli eventuali oneri per la causale sopra richiamata.

⁽¹⁵⁾ Diversamente si pone la problematica relativamente ai mutui a tasso fisso erogati dalla banca alla clientela retail, di importo medio unitario relativamente modesto. In tal caso la gestione del rischio di *funding* e di tasso da parte della banca avviene in monte, secondo logiche di *asset liability management*, con coperture in derivati nella prospettiva del c.d. *macrohedging* e sulla base di assunzioni probabilistiche relative alle estinzioni anticipate prevedibili anche in funzione dei movimenti della curva dei rendimenti.

5. Sintesi e conclusioni.

La competitività e lo sviluppo economico di un Paese sono strettamente legati alla presenza di opere pubbliche che permettano di agevolare l'insediamento di nuove unità produttive e il potenziamento di quelle già presenti generando, perciò, benefici effetti su reddito e occupazione. Consapevoli della sempre maggiore importanza di dotarsi di infrastrutture adeguate, le autorità pubbliche hanno rivolto la propria attenzione al PPP, inteso come l'insieme di forme di cooperazione tra partner pubblico e imprese che ambiscono a garantire il finanziamento, la costruzione, il rinnovamento, la gestione o la manutenzione di un'infrastruttura o la fornitura di un servizio. Questo perché il PPP può consentire di sfruttare il *know how* del settore privato nella costruzione e gestione di opere pubbliche e di ridurre, in virtù delle risorse provenienti direttamente dai privati, gli oneri da sostenere per il finanziamento dell'opera.

Per quanto riguarda l'Italia, il mercato del PPP, pur mostrando negli ultimi anni segnali di crescita, rimane ancora notevolmente distanziato dai livelli raggiunti in altri Stati dell'Unione Europea, *in primis* il Regno Unito. Le ragioni che spiegano l'arretratezza del nostro Paese in materia di PPP sono riconducibili alla mancanza di competenze e di *best practices* diffuse presso la Pubblica Amministrazione e alla ridotta presenza di operatori privati capaci di organizzarsi per realizzare operazioni di tal specie. Dato il deficit infrastrutturale e l'elevato debito pubblico che caratterizzano l'Italia, si valuta necessario creare in tempi rapidi le condizioni perché si giunga a una diffusione su ampia scala del PPP, rimuovendo gli ostacoli attualmente presenti.

Una possibile modalità di realizzazione del PPP è costituito dal *project financing* così come disciplinato dall'articolo 153 del Codice dei Contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture. Nel *project financing* i potenziali finanziatori del progetto, a titolo di mezzi di terzi e mezzi propri, considerano principalmente la capacità dello *Special Purpose Vehicle* di generare flussi di cassa capienti per far fronte al servizio del debito e assicurare una remunerazione ai portatori di *equity*. Ciò richiede una valutazione del Piano Economico Finanziario (PEF) che accompagna il progetto, sotto i profili della redditività attesa, misurata dal TIR progetto e dal TIR *equity*, e della sostenibilità finanziaria, accertata tramite il calcolo di indicatori ad hoc, quali ad esempio l'*Annual Debt Service Cover Ratio* e il *Loan Life Cover Ratio*. Preliminarmente al calcolo degli indicatori è tuttavia fondamentale sottoporre ad attento scrutinio la plausibilità e la coerenza delle ipotesi che stanno alla base dell'equilibrio economico-finanziario emergente dal Piano.

Nel corso della trattazione è stato sottolineato in particolare che va esclusa dalla specifica valutazione del PEF nella prospettiva dell'Ente appaltante la considerazione del "valore" economico dell'opera, sotto il profilo della rilevanza delle strutture progettate. In quanto portatore degli interessi collettivi, esso valuterà piuttosto la coerenza tra il valore dell'opera e i corri-

spettivi richiesti dal potenziale concessionario (in termini di tariffe e/o eventualmente contributi pubblici).

Inoltre è stato evidenziato che nella predisposizione del PEF il proponente — forse forzando in parte gli input rilevanti — potrebbe tendere a posizionarsi all'interno di una forchetta che vede: *a*) un limite inferiore costituito da una redditività, che si rifletta anche su indicatori finanziari, che comunque confermino l'appetibilità del progetto dal punto di vista di investitori e finanziatori; *b*) un limite superiore costituito da livelli che non lascino troppi spazi alla negoziazione con l'Ente sui profili tariffari.

È stata infine oggetto di considerazione la specifica tematica delle condizioni a cui le banche concedono credito nell'ambito delle operazioni di *project financing*: in tal senso si riscontra una decisa preferenza nei confronti dell'erogazione di finanziamenti a tasso variabile con copertura del rischio tasso piuttosto che finanziamenti a tasso fisso. Si ritiene che la motivazione alla base di tale comportamento da parte delle banche non sia riconducibile alla maggiore marginalità che può loro assicurare un finanziamento a tasso variabile con copertura rispetto a un prestito a tasso fisso, come potrebbe affrettatamente ritenersi. Bensì può essere spiegata considerando da un lato la tipica modalità di finanziamento a SAL nel *project finance*, quindi la maggiore facilità nella gestione della provvista a tasso variabile da parte della tesoreria della banca, e d'altro lato gli effetti economici per la stessa banca generati dalle vigenti regole contabili IAS/IFRS in caso di estinzione anticipata del finanziamento da parte del prestatore (società progetto). Purtroppo per i soggetti finanziati, che pure redigano il bilancio secondo gli stessi principi contabili internazionali, l'ottenimento di un finanziamento a tasso variabile con copertura può però condurre, in presenza di uno scenario di tassi di interesse in diminuzione, ad alimentare una riserva negativa di patrimonio netto, riflesso del *fair value* negativo dello strumento di *hedging*. Il che non giova ai rapporti con le banche del sistema, con gli azionisti, con il complessivo mercato azionario, nel caso in cui la società sia quotata in borsa.

Si può concludere osservando che nel PPP la valutazione del piano economico-finanziario associato al progetto di regola non costituisce il profilo più significativo nell'ambito della procedura di selezione dell'offerta economica più vantaggiosa da parte dell'Ente appaltante. Ciò nondimeno detta valutazione deve risultare attenta e approfondita, non tanto per accertare su base comparativa quale progetto prometta il più ragionevole mix tra redditività e sostenibilità sotto il profilo finanziario, nell'ottica quindi della "bancabilità", poiché ciò risulta per lo più evidente grazie agli indicatori di sintesi del PEF. L'analisi deve piuttosto addentrarsi all'interno del modello finanziario, al fine di: *a*) accertarne la correttezza sotto il profilo metodologico, che non può darsi per scontata nonostante la prevista presenza dell'asseverazione di un istituto di credito; *b*) verificare la plausibilità delle ipotesi sottese alle quantità/valori che alimentano il piano e che quindi giustificano i flussi di cassa attesi esposti nel PEF; *c*) realizzare un'analisi di sensibilità dei flussi al

variare di alcuni principali *driver*, ove già non contenuta all'interno dello stesso PEF; *d*) sottoporre a valutazione critica il modello adottato per la stima del costo medio ponderato del capitale e del costo dell'*equity*, nonché i parametri che alimentano quel modello. Alla luce di queste non facili valutazioni su base comparativa l'Ente appaltante potrà alimentare l'articolata procedura di rating per la selezione dell'offerta economica più vantaggiosa secondo la griglia dei profili ritenuti rilevanti nella fattispecie.

Riferimenti bibliografici

- BANCA D'ITALIA (2011), *Relazione anno 2010*, 31 maggio.
- BENTIVOGLI C., PANICARA E., TIDU A. (2008), *Il project finance nei servizi pubblici locali: poca finanza e poco progetto?*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, Roma, n. 25, settembre.
- CNEL (2002), *Il finanziamento delle opere pubbliche: il project financing*, 28 febbraio.
- COMANA M. (2003), *Il project financing di medie dimensioni: ragioni, contenuti e risultati di una ricerca*, in Comana M., a cura di, *Il project financing per le opere di media dimensione*, FrancoAngeli, Milano.
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE (2004), *Libro verde relativo ai partenariati pubblico-privati ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni*, 30 aprile.
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE (2005), *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni sui partenariati pubblico-privati e sul diritto comunitario in materia di appalti pubblici e concessioni*, 15 novembre.
- COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE (2009), *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Mobilitare gli investimenti pubblici e privati per la ripresa e i cambiamenti strutturali a lungo termine: sviluppare i partenariati pubblico-privato*, 19 novembre.
- CORI R., GIORGIANTONIO C., PARADISI I. (2010), *Allocazione dei rischi e incentivi per il contraente privato: un'analisi delle convenzioni di project financing in Italia*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, Roma, n. 82, dicembre.
- EUROPEAN PPP EXPERTISE CENTRE (2009), *The financial crisis and the PPP market. Potential Remedial Actions*, may.
- EUROPEAN PPP EXPERTISE CENTRE, UNITÀ TECNICA FINANZA DI PROGETTO (2011), *Una guida ai PPP. Manuale di buone prassi*, maggio.
- FORESTIERI G. (2009), *Corporate & Investment Banking*, Egea, Milano.
- GATTI S. (2006), *Manuale del project finance. Come disegnare, strutturare e finanziare un'operazione di successo*, Bancaria editrice, Roma.
- GIORGIANTONIO C., GIOVANNIELLO V. (2009), *Infrastrutture e project financing in Italia: il ruolo (possibile) della regolamentazione*, Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, Roma, n. 56, novembre.
- KAPPELER A., NEMOZ M. (2010), *Public-Private Partnerships in Europe - Before and During the Recent Financial Crisis*, Economic and Financial Report 2010/04, July.

- MISCALI M. (1995), *Project finance e opere pubbliche*, in De Sury P., Miscali M., a cura di, *Il project finance. Principi guida per la realizzazione di opere pubbliche*, Egea, Milano.
- MULAZZANI M. (2004), *Il project financing quale forma innovativa di finanziamento per lo sviluppo delle opere pubbliche*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e Economia Aziendale*, marzo-aprile.
- NEVITT P.K. (1987), *Project Financing* (traduzione e presentazione di De Sury P.), *Rivista Milanese di Economia*, Quaderno n. 15.
- POMPELLA M. (2006), *La finanza di progetto: profili tecnici e normativi. I modelli, i contratti, i rischi, la valutazione degli investimenti e le possibili applicazioni*, FrancoAngeli, Milano.
- UNITÀ TECNICA FINANZA DI PROGETTO (2009), *UTFP: 100 domande e risposte*, febbraio.
- UNITÀ TECNICA FINANZA DI PROGETTO (2010), *Partenariato Pubblico Privato in Italia. Stato dell'arte, futuro e proposte*, febbraio.
- UNITÀ TECNICA FINANZA DI PROGETTO (2011), *Audizione sul Libro Verde COM (2011)15 presso l'VIII Commissione (Lavori pubblici, comunicazione) del Senato della Repubblica*, 25 maggio.
- VECCHI V. (2004), *Investimenti pubblici: project finance o finanza tradizionale? Uno strumento per l'analisi della convenienza economica e finanziaria*, in *Economia & Management*, n. 5.