

DOCUMENTI  
CNEL

---

IL PROJECT FINANCING  
NELLA REALIZZAZIONE  
DEI GRANDI SISTEMI  
INFRASTRUTTURALI

## INDICE

<i>Premessa</i> .....	pag. 5
<i>INTRODUZIONE</i>	
GIUSEPPE DE RITA .....	pag. 7
<i>PRESENTAZIONE</i>	
SANTE BIANCHINI .....	pag. 11
<i>RELAZIONE DI BASE</i>	
MARIO SARVINELLI .....	pag.13,64
<i>INTERVENTI</i>	
SALVATORE CARRUBBA .....	pag. 27
CARLO FERRONI .....	” 29
RENATO CASSARO .....	” 35
ANTONIO MARZANO .....	” 39
ERCOLE INCALZA .....	” 43
GIANFRANCO IMPERATORI .....	” 50
FABIO CECCHI PAONE .....	” 56

STEFANO SANDRI .....	pag. 58
MANRICO DONATI .....	” 61
ANTONIO CANINI .....	” 63
 <i>CONCLUSIONI</i>	
SANTE BIANCHINI .....	pag. 69
 <i>APPENDICE</i> .....	
	pag. 73

## Premessa

*Le dimensioni assunte dal debito pubblico non permetteranno allo Stato, nel prossimo futuro, di destinare sufficienti finanziamenti per la realizzazione delle opere infrastrutturali di servizio.*

*D'altra parte, il processo di pieno inserimento del nostro Paese nel mercato comunitario non potrà che rendere ancora più gravoso lo squilibrio esistente tra esigenze di mobilità e di comunicazione e l'attuale insufficiente dotazione di infrastrutture. Emerge in tal modo l'urgenza di coinvolgere, in modo razionale, anche le risorse private verso questa tipologia di investimento, attraverso quel complesso di metodologia che va sotto il nome di project financing.*

*A questo proposito, il CNEL ha organizzato, il 25 novembre 1994, un incontro tra "protagonisti", con l'intento di contribuire ed approfondire l'importanza del project financing, quale modello di finanziamento e di gestione delle grandi opere infrastrutturali.*

*In particolare, ci prefiggevamo, attraverso un confronto fra i tecnici del settore e le parti sociali, di verificare a quali condizioni economiche, tecniche e giuridiche si potesse avviare un discorso per la concreta applicazione e la sistematica diffusione del project financing in Italia.*

## INTRODUZIONE

GIUSEPPE DE RITA, *Presidente CNEL*

Devo dare soltanto un saluto e scusarmi con voi: alle 10.30 ho un impegno istituzionale, come presidente del CNEL vado all'EUR alla celebrazione dei cinquant'anni della Coldiretti.

Mi spiace soprattutto perché non potrò ascoltare Sarcinelli che ringrazio di essere venuto: è già la seconda volta che ci fa l'onore e il favore di essere relatore ad un nostro incontro sul *project financing*, quindi va a lui il ringraziamento principale.

Questa del *project financing* è una tematica di moda, forse troppo. In questo paese abbiamo una realtà in cui i problemi di assetto del territorio e di organizzazione infrastrutturale, di organizzazione dei servizi, di organizzazione della realtà della vita collettiva, diventano ogni giorno più drammatici e più forti.

Non è possibile che per ogni infrastruttura nuova da fare o vecchia da sistemare si debba fare un riferimento all'intervento pubblico. Non soltanto perché l'intervento pubblico non ha più una lira, come si dice in gergo, ma perché in effetti è in atto un processo di responsabilizzazione necessario all'interno di questo mondo, di questo settore di intervento che deve in qualche modo coagularsi.

Non si può, ad esempio, pensare solo all'intervento pubblico quando si parla dell'aeroporto di Venezia, o della combinazione porto-aeroporto di Venezia come porta del nord-est; come porta dell'Adriatico il

porto e come combinazione flying and cruise, come chiedono tutti gli armatori di crociera, Costa in primo luogo, per far partire le navi crociera ogni settimana o quindici giorni da Venezia. Non si può dunque pensare che questo poi riconduca soltanto ad una responsabilità dello Stato per finanziare non solo la seconda pista (l'attuale seconda pista di Venezia è Treviso) ma tutto il meccanismo di organizzazione logistica di collegamento, fra l'aeroporto di Treviso, l'aeroporto di Tessera; il collegamento fra i due aeroporti e il centro storico, il collegamento fra i due aeroporti e il centro storico e il porto.

Se non si mettono insieme coloro che fanno crociera, coloro che, come la British o la Lufthansa lavorano sempre di più sull'aeroporto, gli investitori privati che già lavorano ed hanno quasi la proprietà dell'aeroporto di Treviso, il porto e gli operatori turistici di Venezia, è inutile pensare che questo disegno possibile, già in corso d'opera in termini di flussi tendenziali, possa essere fatto soltanto con i soldi pubblici.

Dovunque si tocchi, dovunque si vada, c'è l'esigenza di intervenire con formule che combinino la responsabilità dell'intervento pubblico, e la responsabilità crescente e assolutamente necessaria degli operatori privati. Bisogna dire che molto spesso si è teso a scaricare una parte dei costi, una parte delle esigenze, nell'intervento pubblico. Oggi credo non sia più possibile, non c'è alcuna possibilità di ragionamento.

Se dobbiamo pensare a consolidare (lo dico con una punta di incertezza) la ripresa in corso, far sì che essa non sia un puro fatto congiunturale di picco dovuto a fattori più o meno di congiunzione astrale, la svalutazione sul Marco, la voglia del nord-est di fare aziende off-shore in giro per tutta l'Europa orientale; cioè tutta una serie di combinazioni, se vogliamo che la ripresa possa essere un momento di consolidamento, di arrivo a maturità del sistema italiano, l'unica possibilità che abbiamo è quella di condensare la volontà privata, la responsabilità privata all'interno dei grandi sistemi dei servizi, specialmente delle grandi reti infrastrutturali.

Se invece restiamo nella logica antica che il privato pensa al privato e il pubblico a tutto il resto, in pratica questo momento favorevole rappresenterà un'ulteriore picco di ripresa congiunturale, ma poi ritorneremo nei livelli più bassi che oggi abbiamo.

Ultima riflessione, sempre legata a questo discorso della ripresa. La ripresa oggi ha una grande tendenza a svolgersi in una logica di off-shore, specialmente nel versante da Milano a Gorizia, da Ancona a Trento che tira di più; tutto va fuori su due livelli, a livello territoriale nel senso che si esternalizza, si mette fuori d'Italia la strategia finanziaria, il circuito produttivo, ancor più il circuito logistico e ancor più il circuito commerciale. Ci sono aziende che ho visto dieci giorni fa, fra Udine e Pordenone, che hanno ormai soltanto la testa in Italia, soltanto l'imprenditore è italiano.

Questo si combina con un'altra forma di out-sourcing, cioè, l'esternalizzazione di funzione, l'impresa manda tutto fuori, esternalizza tutto, mantiene soltanto, cioè, la visione, la strategia e la banda di avvocati, perché nella competizione bisogna avere avvocati che difendono e attaccano. Il resto va tutto fuori, la produzione va fuori, la strategia va fuori, la logistica va fuori, la pubblicità va fuori.

C'è una tendenza all'azienda virtuale, cioè un'azienda che mantiene soltanto la visione e lo strumento di arma atomica per la competitività, cioè l'aggressività cattiva o difensiva degli avvocati. Sarebbe bello vedere se l'azienda-partito corrisponde al partito-azienda anche in questo uso delle battaglie giudiziarie a fini di competitività. Ma questa è soltanto una parentesi mia.

Il vero problema è che se fosse vero, come cominciamo tutti a pensare, che noi abbiamo questa doppia esternalizzazione, questo doppio out-sourcing, da una parte l'off-shore fuori del territorio e dall'altra parte lo shore fuori dell'impresa e di tutte le sue funzioni, e questo restringimento soltanto alle dimensioni iperstrategiche dell'intervento aziendale, allora una domanda ce la dobbiamo porre: se tutto viene fatto fuori l'Italia, qui cosa resta? Resta soltanto la possibilità di sapere far ricerca, di saper fare formazione, di avere cultura alta, di avere servizi di alta qualità, di avere infrastrutture di trasporto, di telecomunicazione, perché più diventa out-sourced la struttura dell'impresa, più diventa delicata e richiede qualità, la realtà nazionale in cui ci muoviamo.

Anche qui non possiamo dire: ma allora questo lo faccia lo Stato, la ricerca la faccia l'università, il CNR, la formazione professionale o la formazione manageriale la facciano altri. Perché, l'azienda virtuale at-

terra non solo nella qualità dei servizi nazionali, specialmente dei servizi alti; ma anche nei servizi di infrastruttura bassa; e se è vero poi che l'out-sourcing e l'off-shore almeno un po' di trasporti li esigono, un po' di comunicazioni le esigono, allora siamo costretti a coinvolgere le risorse e la cultura imprenditoriale privata.

Finisco col dirvi che in fondo questa responsabilizzazione del privato non è soltanto una formula per fare la TAV, per fare l'aeroporto di Treviso o Tessera, ma è un problema politico profondo: o i privati intervengono, trovano le formule, la formula *project financing* o altra formula particolare, trovano cioè le formule concrete e quotidiane per entrare in questo sistema, oppure il sistema con tutta la vitalità che sta dimostrando in questo momento, tende ad incartapecorirsi perché, essendo virtuale, ha come piattaforma di atterraggio, di riferimento, di alimentazione, la realtà dei servizi, delle infrastrutture, del terziario italiano. Se manca questo, l'azienda virtuale, l'azienda basata sull'off-shore, l'azienda basata sull'out-sourcing non regge più.

Non possiamo sperare, lo dico io che da trent'anni affermo che la vitalità imprenditoriale comunque funzioni ci porta avanti, che la vitalità imprenditoriale possa fare molto, oltre quello che ha fatto finora e cioè far tutto in modo tale da non dover avere responsabilità troppo forti all'interno dell'impresa, fare tutto in termini di off-shore.

Volevo soltanto ringraziarvi ancora per essere venuti, ringrazio ulteriormente e con particolare cordialità ed affetto Sarcinelli, e cedo la parola a Bianchini.

## PRESENTAZIONE

SANTE BIANCHINI, *Vice Presidente CNEL*

Desidero indicare perché siamo giunti al seminario di oggi. Sono due anni che il CNEL - era Ministro dei Trasporti l'onorevole Tesini, presente anche a questo incontro - ha iniziato un percorso di approfondimento dei problemi dei trasporti: dalle infrastrutture, agli enti di gestione, dai rapporti fra poteri di indirizzo e di controllo e responsabilità delle gestioni.

Nel giugno di quest'anno abbiamo tenuto un seminario specifico sulle infrastrutture di interesse europeo incluse nel Piano Delors e sulle quali la Comunità prevede propri finanziamenti aggiuntivi al concorso finanziario dello Stato membro attraversato dall'infrastruttura. Come vi è noto, da qualche tempo, il finanziamento comunitario è anche subordinato ad una analisi di redditività dell'investimento. In quella occasione - ricordo la presenza del Professor Sarcinelli e di altri esperti della materia - avvertimmo che il complesso dei problemi legati all'investimento di capitali privati negli investimenti per infrastrutture e dello stesso *project financing*, sono ancora carenti di un approfondimento sufficiente, necessario, invece, per far applicazione diffusa nel nostro paese. Si avverte la necessità di maggiori e rigorose conoscenze tecniche, come di un nuovo approccio culturale ai problemi delle concessioni e della tariffazione.

In modo pragmatico oserei sostenere che da qualche buon esempio di infrastrutturazione finanziaria con capitali privati trarremmo un giovamento non trascurabile nel superare i nostri ritardi. Ci è parso perciò coerente, dopo avere esaminato le infrastrutture dal punto di vista della loro utilità, delle prospettive, di come consentono di ridurre anche i costi di impresa, esaminare anche i problemi del loro finanziamento.

In occasione di un nostro lavoro sulla revisione delle competenze del Ministero dei Trasporti, abbiamo anche esaminato, fornendo indicazioni, i problemi di coordinamento degli interventi infrastrutturali. Siamo convinti che negli anni a venire il capitale pubblico dovrà ridurre la propria presenza anche nelle infrastrutture. Si tratta di una discontinuità notevole rispetto alle nostre abitudini di rivolgersi per ogni occorrenza all'intervento dello Stato.

Il Presidente De Rita ha già accennato ai problemi che attendono risposta dalla partecipazione del capitale privato al finanziamento delle infrastrutture o delle grandi opere d'interesse pubblico. Pur con brevità desidero richiamare l'attenzione sul fatto che ci riferiamo al capitale di rischio e non a capitali prestati, o con un rendimento pre-assicurato, o con una garanzia dello Stato chiamato al ruolo di pagatore di ultima istanza. Di conseguenza, parliamo di infrastrutture e di opere in grado, con la relativa tariffazione, di rimborsare - in un periodo medio-lungo - il capitale investito, la sua remunerazione, la manutenzione e la gestione dell'opera realizzata.

L'altra osservazione che vi sottopongo concerne la valutazione circa la sufficienza e l'idoneità degli strumenti finanziari di cui dispone questo Paese. L'assenza di fondi pensione e la scarsa diffusione di fondi immobiliari costituiscono, probabilmente, un freno agli interventi di investimento con tempi medio-lunghi di remunerazione.

## *RELAZIONE DI BASE*

MARIO SARCINELLI, *Presidente BNL*

Ringrazio il professor De Rita e il dottor Bianchini per avermi invitato per una seconda volta. La prima non è stata sufficiente a dissuaderli dall'insistere a persistere nell'errore. Comunque, posso garantire che non ci sarà una terza volta, per il semplice motivo che le mie idee sul tema sono poche e più ne parlo, più diventano confuse. Spero che al termine di questa giornata la mia confusione si tramuti in chiarezza per voi, o almeno che, grazie al dibattito che vi sarà, io riesca a dare più ordine nella mia mente a un problema, certamente affascinante, ma di non facile soluzione.

Mi riferirò talvolta a dei grafici o tabelle che spero siano stati distribuiti, che non commenterò in dettaglio, ma che ciascuno di voi potrà analizzare con comodo. Per cercare di non farmi prendere dalla foga di essere esaustivo e di non parlare a lungo, mi limiterò a leggere, se non tutta, almeno la parte essenziale della relazione che vi è stata consegnata. Quindi, ciascuno di voi potrà studiarla con più agio quando e se riterrà che ne valga la pena.

### **Introduzione**

La dotazione di adeguate infrastrutture e la fornitura di servizi pubblici efficienti assumono rilevanza strategica nello sviluppo econo-

mico, traducendosi in un importante elemento di competitività internazionale. Il potenziamento delle infrastrutture favorisce infatti, con l'abbassamento dei costi e la disponibilità dei servizi, l'insediamento di nuove unità produttive e il rafforzamento di quelle già esistenti, così generando effetti a cascata su reddito e occupazione.

Il settore pubblico ha tradizionalmente svolto il ruolo di attore primario nella fornitura di opere infrastrutturali sia per l'ampiezza degli investimenti indispensabili alla loro realizzazione sia per lunghi periodi di gestazione necessari affinché le opere stesse, nei casi in cui generino servizi vendibili, possano produrre i flussi di cassa sufficienti a coprirne i costi di costruzione.

Negli ultimi anni, la crisi fiscale dello Stato e la necessità di politiche anti-inflazionistiche hanno fatto sì che le risorse da dedicare agli investimenti pubblici fossero largamente insufficienti a soddisfare le esigenze di investimento non solo nei paesi in via di sviluppo ma anche in quelli economicamente più evoluti.

Le difficoltà della finanza statale, la crescente inefficienza mostrata in genere dall'ente pubblico nella costruzione e nella gestione di opere di utilità collettiva, gli sviluppi tecnologici che hanno ridotto le caratteristiche di monopolio naturale di alcuni settori come quello delle telecomunicazioni e il mutamento culturale che vede nell'arretramento dello Stato e nell'avanzata del mercato la soluzione degli attuali nodi economici sono tutti fattori che hanno spinto a imboccare la via privata e a cercare di accrescere la concorrenza nell'offerta infrastrutturale; a sua volta, il processo di globalizzazione dei mercati ha favorito lo sviluppo di nuove tecniche e di nuovi strumenti idonei a finanziare investimenti in grado di ripagarsi soltanto nel lungo periodo.

I privati hanno mostrato di essere in grado di mobilitare i fondi necessari a finanziare progetti infrastrutturali di grandi dimensioni; i promotori privati si sono mostrati via via più disponibili ad accettare rischi maggiori (sia il rischio paese sia quello di progetto) a mano a mano che i contesti istituzionali hanno raggiunto livelli sufficienti di apertura al mercato, di stabilità legislativa e di credibilità politica e che la strutturazione dei progetti si è affinata sulla base dell'esperienza.

I Governi, dal canto loro, hanno progressivamente valorizzato tali processi evolutivi creando nuove opportunità per gli investitori privati, nel tentativo di rendere più efficienti la costruzione e la gestione dei progetti stessi, di aumentare la concorrenza nell'offerta di servizi infrastrutturali e di migliorare l'accesso ai mercati internazionali dei capitali.

Il *project financing* rappresenta, nelle sue molteplici forme tecniche (Tav. 1), un insieme di modalità di strutturazione dei finanziamenti e delle relative garanzie che consente di incanalare risorse private verso opere di grandi dimensioni che, pur essendo spesso di pubblica utilità, sono in grado di autofinanziarsi grazie ai flussi di cassa generati dalla loro efficiente gestione.

L'applicazione di tecniche di *project financing*, coinvolgendo vari soggetti di opere infrastrutturali (Tav. 2), è il risultato di complessi di opere contrattuali entro cui vanno ricomposti, in modo chiaro e trasparente e alla luce della regolamentazione in atto o attesa:

- l'identificazione dei rischi connessi alla realizzazione, alla gestione e al finanziamento del progetto;
- l'allocazione dei suddetti rischi dopo averli mitigati a coloro che sono meglio in grado di assumerli e di gestirli;
- la determinazione delle risorse finanziarie necessarie alla realizzazione delle diverse fasi;
- la definizione dei ruoli e degli impegni dei soggetti partecipanti.

È ovvio che una normativa stabile, generale e chiara, fissando regole sufficientemente flessibili da ricomprendere la casistica delle complesse operazioni di *project financing*, rappresenta un fattore capace di influenzare in modo determinante l'afflusso di capitali privati verso forme di finanziamento che associano elevati rischi a una dilazionata redditività dell'investimento.

Numerosi sono gli esempi di *project financing* all'estero: dai primi anni '20 fino ai primi anni '80 quasi esclusivamente limitati al settore energetico e solo successivamente estesi al finanziamento di opere infrastrutturali di vario tipo (telefoni, gas e di recente ferrovie e mezzi di trasporto). Tale evoluzione è riscontrabile sia nei paesi in via di svilup-

po con enormi carenze di risorse finanziarie per sostenere la crescita economica, sia nelle principali economie industrializzate, in particolare per effetto del ridimensionamento del settore pubblico.

## **L'esperienza dei paesi in via di sviluppo**

L'esperienza di queste economie appare particolarmente interessante per alcuni tratti che accomunano, o accomunavano fino a poco tempo fa, i paesi in via di sviluppo e l'Italia: forte intervento dello Stato nella vita economica, monopolio legale nell'offerta di servizi infrastrutturali e protezionismo finanziario.

Per far imboccare ai PVS la via privata nel finanziamento infrastrutturale, particolarmente significativo si è rivelato il contributo della International Finance Corporation (IFC), appartenente al gruppo della Banca Mondiale, con esperienza trentennale nel campo del reperimento di capitale di rischio attraverso vari strumenti finanziari e nella fornitura di servizi di consulenza a società private. Ne sono testimonianza 88 progetti, realizzati fra il 1966 e la prima metà del 1994, in 26 paesi per un costo complessivo pari a 15 miliardi di dollari (si veda: Bond G. e Carter L. *Financing Private Infrastructure Projects*, IF, Washington, 1994).

La capacità di coordinamento, di mobilitazione di risorse finanziarie e di supporto tecnico-economico offerta dalla IFC ha messo in luce la elevata disponibilità di capitali privati a partecipare a progetti infrastrutturali di ampio respiro (purché strutturati con chiarezza e trasparenza).

La maggior probabilità dei progetti finanziati privatamente di superare agevolmente le fasi critiche di realizzazione e di produrre servizi infrastrutturali a costi minori o di più alta qualità rispetto a quelli di origine pubblica, sembra essere dovuta a fattori quali la presenza di prestatori avversi al rischio, che impone una gestione di quest'ultimo particolarmente attenta, e la concorrenza resa più penetrante dall'*unbundling* di molti servizi infrastrutturali (per tipo di produzione, per mercato o per regione). I significativi guadagni di efficienza che si hanno con opere infrastrutturali finanziate privatamente sono il frutto di una corretta

allocazione del rischio, compreso quello ecologico, di una prudente gestione del medesimo, di una migliore focalizzazione sia dei segmenti di mercato sia dei vantaggi per i consumatori, nonché di più efficaci meccanismi di controllo dei costi.

Non solo finanziatori e gestori privati possono provvedere soluzioni innovative e risposte rapide, ma l'intero processo sembra essere catalitico e moltiplicativo. La IFC ha potuto constatare che una volta lanciati i primi progetti, altri seguono e la fiducia di tutti i partecipanti nella tecnica del *project financing* cresce.

L'accesso ai mercati del capitale, data l'entità delle risorse necessarie, rappresenta un elemento cruciale in ogni operazione di finanziamento di dotazioni infrastrutturali, poiché la mobilitazione della finanza attraverso il debito soltanto appare di per sé operazione difficile e complessa per fattori legati all'operatività e all'avversione al rischio dei tradizionali prestatori.

Le banche commerciali, ad esempio, sono soggette a limiti operativi stringenti; da un lato, la struttura del loro passivo vincola la scadenza dei prestiti che possono concedere e, dall'altro, esse non si espongono oltre misura nei confronti di singoli paesi, settori o prestatori, con il risultato che gli ingenti finanziamenti per progetti infrastrutturali devono essere sindacati, il che richiede trattative lunghe e complesse. Gli investitori istituzionali come i fondi pensione e le compagnie di assicurazione, dotati di una struttura per scadenze a più lungo termine, sembrano meglio in grado di effettuare tali finanziamenti, ma si rivelano investitori istituzionali altamente avversi al rischio.

Fortunatamente, secondo l'IFC, il finanziamento privato dell'infrastruttura sembra andare di pari passo con l'accesso al mercato internazionale dei capitali e con lo sviluppo di quello nazionale. Poiché il ricorso alle fonti estere è d'importanza cruciale, ciò ha stimolato numerose innovazioni finanziarie, tra cui la nascita di fondi specializzati per il finanziamento dell'infrastruttura che forniscono un *mix* di capitale, debito subordinato e finanziamenti-ponte; la possibilità di accedere al mercato internazionale dei capitali (ad esempio, attraverso le American Depositary Receipts) ed al mercato obbligazionario internazionale per le società che hanno con successo completato la fase di co-

struzione, anche se non hanno un blasone ed una storia finanziaria di prim'ordine; il ricorso, infine, ai mercati azionari ed obbligazionari locali, a mano a mano che il processo di liberalizzazione di questi ultimi lo consente.

Le differenziate modalità di partecipazione e di intervento degli investitori privati nella realizzazione di opere infrastrutturali sono funzione delle “strategie di transizione” perseguite dal Governo nel passaggio da un'economia mista con una presenza dello Stato “interventista” e monopolista a una di mercato nella quale lo Stato si attiva prevalentemente come regolatore (Tav. 3).

Non v'è alcuna ricetta pronta per tutte le situazioni, avverte l'IFC. La scelta della strategia dipende dall'impiego politico per il cambiamento che è certamente il fattore più critico, dalla resistenza al nuovo regime, dalla percezione degli investitori, dalle capacità istituzionali e amministrative, dal contesto economico e legale.

L'esperienza della IFC evidenzia tre stilizzate strategie di transizione (Tav. 4): la prima (A) attraverso la deregolamentazione e l'*unbundling* permette al settore privato di entrare in segmenti del mercato infrastrutturale per costruire nuovi impianti, eventualmente da gestire in regime di concessione. Poiché il controllo resta saldamente nelle mani dello Stato, il costo politico per l'applicazione di una tale strategia è certamente basso; la seconda (B) punta tutto sulla privatizzazione, postponendo l'*unbundling* e la demonopolizzazione a una indeterminata fase successiva, il che massimizza la risposta da parte dei finanziatori privati, ma rende molto elevato il costo politico; la terza (C) affronta simultaneamente l'*unbundling*, la deregolamentazione e la privatizzazione, il che richiede, insieme con un notevole impegno politico, elevate capacità amministrative.

In generale, secondo l'esperienza dell'IFC, il ricorso alla tecnica B.O.T. e ad altre che si basano su un limitato ingresso dei privati nel settore infrastrutturale ha il vantaggio di costituire un buon punto di passaggio tra il monopolio legale pubblico e la piena privatizzazione, di sviluppare nei partecipanti una preziosa esperienza nella fornitura privata di servizi infrastrutturali, di aumentare rapidamente l'offerta senza richiedere il ridisegno della regolamentazione in atto.

Infine, sempre in base all'esperienza dell'IFC, vi sono (Tav. 4) tre distinte "sezioni trasversali" per rendere coerente la partecipazione dei privati all'offerta infrastrutturale, secondo che vi sia interesse a sviluppare un'iniziale coinvolgimento, che si vogliano ampliare le esperienze in corso, che si intenda massimizzare l'ingresso dei privati nel settore infrastrutturale.

In conclusione, da questo rapporto della IFC emerge un cauto ottimismo circa le potenzialità delle tecniche del *project financing* nell'alleviare l'arretrato del settore infrastrutturale, ma anche l'avvertimento che la transizione è legata all'applicazione di politiche macroeconomiche, strutturali e soprattutto di liberalizzazione adeguate. In mancanza, il rischio paese, come percepito dagli investitori, o non permette l'afflusso di capitali esteri o esige un premio al rischio che rende i progetti infrastrutturali più costosi e meno appetibili.

## **Un fuggevole sguardo all'Europa**

In Europa, come evidenziato nel "Libro Bianco" della Commissione Europea su "Crescita, Competitività, Occupazione" gli Stati membri dell'Unione individuano in infrastrutture efficienti e a basso costo due elementi essenziali per promuovere la competitività. In particolare, l'efficienza delle strutture dipende dalla loro interconnessione e dalla loro interoperabilità, nonché dalla maggiore apertura alla concorrenza. In tal senso, si sottolinea - e a questo vale non solo a livello comunitario - l'importanza delle reti infrastrutturali (trasporto, energia, telecomunicazioni) per il funzionamento e per l'efficienza del mercato unico, ma anche per l'aumento della capacità competitiva di un singolo paese. Inoltre, gli Stati membri sono ampiamente concordi e anzi sottolineano in particolare che è opportuno avere un maggiore finanziamento privato nella realizzazione di infrastrutture e un migliore meccanismo allocativo attraverso la finanza privata.

In quest'ottica, la costituzione del Fondo europeo per gli investimenti (FEI) - avvenuta nel giugno di quest'anno - rappresenterà, oltre che una fonte finanziaria importante per gli investimenti delle piccole e

medie imprese, soprattutto un veicolo per agevolare l'afflusso dei finanziamenti privati volti alla realizzazione delle grandi reti infrastrutturali. Ricordo che il FEI ha lo status di banca multilaterale di sviluppo e rappresenta una *joint-venture* tra BEI, Unione Europea e banche dei suoi Stati membri.

L'intervento dei FEI nel campo infrastrutturale si orienterà a sostegno sia del capitale di credito, mediante la concessione di garanzie sui finanziamenti delle banche e di altri investitori, sia di quello di rischio (anche se questo intervento non potrà essere reso operativo nei primi due anni di attività). Sotto quest'ultimo profilo, il FEI potrà un giorno acquisire partecipazioni dirette, ad esempio in una "società di promozioni", tipica della tecnica del *project financing*.

È di questi giorni l'annuncio che l'ampliamento e l'ammodernamento dell'aeroporto di Milano Malpensa, che prevede un investimento complessivo di circa mille miliardi di lire, sarà coperto per il 40 per cento da un finanziamento della BEI, su parte del quale opererà la garanzia del FEI.

Fra le opere di rilevanti dimensioni finanziate con il *project financing* merita citare in Europa l'Eurotunnel, che sia pure con qualche ritardo sta entrando nella fase di utilizzazione, e il progetto italiano di Treno ad Alta Velocità (TAV), per il quale è stata ormai avviata la fase di realizzazione.

Merita ricordare che l'Eurotunnel è stato costruito senza alcun intervento di fondi pubblici su specifico accordo fra i Governi francese e inglese. Per l'Alta Velocità i contributi dello Stato italiano sono invece pari al 50 per cento del totale dei costi operativi e finanziari necessari a realizzare le opere.

Mentre in altri paesi l'utilizzo del *project financing* è diventato uno strumento importante di politica infrastrutturale, in Italia è stato fino ad oggi limitato, se si esclude il Treno ad Alta Velocità (per il quale è da chiedersi se si tratti di un vero *project financing*), a progetti di dimensioni ridottissime, coinvolgendo in misura molto modesta soggetti e risorse private.

È certo auspicabile che tale atteggiamento muti rapidamente, data la grave situazione della finanza pubblica in Italia; la precarietà di

quest'ultima difficilmente consentirà di destinare sufficienti risorse alla realizzazione di quelle opere infrastrutturali indispensabili a colmare il divario che da tempo intercorre tra l'Italia e i maggiori paesi europei (sistema industriale avanzato e infrastrutture insufficienti) e che diventa intollerabile nella misura in cui il nostro Paese voglia competere ad armi pari nel mercato unico (Tav. 5).

Per evitare di cadere vittime dell'illusione che la domanda d'infrastrutture, in carenza di finanziamenti pubblici, possa di per sé suscitare un'offerta di *project financing*, è opportuno dare uno sguardo alla complessità dello strumento dal punto di vista del banchiere.

### **Gli elementi essenziali del *project financing***

Delle tre caratteristiche principali del *project financing* - la regolamentazione, la varietà dei finanziamenti e la molteplicità dei rischi - vale la pena di investigare soprattutto quest'ultima. Infatti, nel classico appalto dell'opera pubblica tutti i rischi fanno capo all'ente pubblico, eccetto quello tecnico e in misura limitata quello economico della costruzione; la revisione prezzi era di norma ammessa in funzione dell'inflazione e la possibilità di varianti era un'ulteriore valvola per la ricontrattazione.

Infatti, la partecipazione privata nello sviluppo infrastrutturale di un paese resta subordinata alla chiara individuazione e all'ottimale allocazione dei rischi connessi all'investimento.

La struttura finanziaria dell'operazione di *project financing* è concepibile come la risposta del mercato a un *set* definito di rischi che, tuttavia, non è statico, che si evolve durante le diverse fasi del "ciclo di vita del progetto" e che, tuttavia, va puntualmente previsto e controllato. Poiché i rischi connessi al finanziamento di opere infrastrutturali sono molti e distribuiti in un lungo arco temporale, un'operazione di *project financing* non solo richiederà un lungo tempo per la sua preparazione, ma sarà tanto meglio accettata dai finanziatori, quanto più la gestione dei rischi si fondi su una adeguata copertura che comporta il loro accollo ai partecipanti meglio in grado di sopportarli.

I rischi connessi al *project financing* possono essere suddivisi secondo due grandi profili:

- 1) quello commerciale o strutturale che attiene:
  - a) al rischio connesso allo specifico progetto: rischio relativo a permessi, licenze e situazione politica; rischio di completamento; rischio di corretta operatività che riguarda le capacità tecniche del gestore; rischio di esistenza sul mercato della domanda per il bene e servizio fornito; rischio che i prezzi siano in grado di generare il programmato flusso di cassa; rischio di superamento dei costi di costruzione o di gestione;
  - b) al rischio derivante dal contesto economico generale in cui si realizza il progetto: rischio di scambio, di tasso di interesse, di inflazione, di variazione nel prezzo delle materie prime.
- 2) quello temporale che guarda al rischio nelle diverse fasi del progetto. La vita di un progetto può essere infatti divisa in tre fasi in ognuna delle quali il rischio assume caratteristiche e ampiezza diverse:
  - a) nella fase di progettazione i rischi sono molto alti e crescenti. In questo intervallo è generalmente investito capitale proprio;
  - b) nella fase di costruzione e di avvio del progetto i rischi sono alti e richiedono un ampio volume di finanziamenti, ottenuti di norma attraverso un insieme di strumenti a lungo termine;
  - c) nella fase di operatività il progetto che ha successo inizia a produrre ricavi sufficienti a coprire i costi operativi, a rimborsare il debito e a fornire un utile ai promotori e agli investitori, sicché è possibile il rifinanziamento attraverso obbligazioni. Diventano effettivi in questa fase i rischi operativi (ad esempio, disponibilità e costi del combustibile per gli impianti di generazione; interruzione per guasto o malfunzionamento per ogni tipo di impianto), quelli di mercato (laddove i consumatori hanno un'effettiva possibilità di scelta, ad esempio, tra percorso autostradale a pagamento e viabilità ordinaria), quelli, infine, di mutamento nella regolamentazione. Merita di essere sottolineato che il contesto

normativo, da un lato, rappresenta spesso il fattore che consente e incentiva operazioni di *project financing*, dall'altro, se non sufficientemente stabile e liberalizzato, può rappresentare un elemento di rischio non commerciale suscettibile di influire negativamente sulla redditività del progetto. Si individuano due tipi di evenienza in grado di generare rischi di questo tipo:

- 1) l'impossibilità o la non tempestività dell'adeguamento, ad esempio all'inflazione, delle tariffe dei servizi pubblici forniti. La società di *project financing* può garantirsi contro questo tipo di rischio inserendo clausole di adeguamento automatico nei contratti, ma in definitiva spetta alla pubblica amministrazione gestire questo tipo di rischio;
- 2) una variazione della normativa, ad esempio, in campo ecologico tale che progetti infrastrutturali già avviati divengano non più realizzabili o almeno non più finanziabili privatamente.

È di tutta evidenza quindi che la componente pubblica (governo, amministrazioni centrali e locali) ha un ruolo importante nel facilitare il finanziamento privato delle opere infrastrutturali. In primo luogo, fornendo una definizione normativa chiara ed efficace agli strumenti contrattuali e finanziari che il settore privato utilizza per gestire il rischio. In secondo luogo, incoraggiando la partecipazione dei privati al finanziamento di infrastrutture con incentivi fiscali e tariffari. Infine, promuovendo politiche di stabilizzazione economica e di liberalizzazione del settore finanziario che possono generare una riduzione del costo della provvista, soprattutto con ricorso a mercati e prodotti idonei a coprire i rischi di cambio e di interesse.

Identificati i rischi connessi all'operazione di *project financing*, occorre attribuire ciascuno di questi al partecipante al progetto che è nella posizione migliore per gestirlo. Di norma, i diversi partecipanti cercano poi di garantirsi contro i rischi che vanno assumendo attraverso accordi contrattuali.

Il rischio così ripartito e mitigato non scompare, ma viene sopportato dalle parti che sono maggiormente in grado di gestirlo. Gli istituti finanziatori, ad esempio, potranno assumere soltanto rischi finanziari e

di credito, ma di certo non potranno farsi carico di quelli tecnici che dovranno essere ripartiti fra promotori e costruttori.

Nelle tavv. 6 e 7 sono schematizzati, rispettivamente dal punto di vista del prestatore e da quello della società proprietari del progetto, i principali rischi connessi a operazioni di *project financing*, individuando i soggetti che generalmente assumono tali rischi e indicando le principali metodologie di copertura o mitigazione degli stessi.

Se una conclusione è possibile a proposito della meccanica del *project financing*, essa è che il tempo per l'analisi del progetto e dei suoi rischi, per la ricerca dei finanziatori e dei garanti e per la stesura degli intricati accordi contrattuali è piuttosto lungo e che le probabilità che un determinato progetto venga effettivamente realizzato sono tanto più alte quanto più sicure, stabilire ed elevato è il flusso di cassa atteso.

## **Il *project financing* in Italia**

Il tema di questo convegno testimonia del crescente interesse anche in Italia per il finanziamento di progetti infrastrutturali attraverso operazioni di *project financing*.

A tale interesse, tuttavia, non ha ancora corrisposto un'effettiva e significativa realizzazione di operazioni. Al momento, il settore economico che è partito per primo su tale strada è quello della generazione elettrica, seguendo in ciò lo sviluppo storico di questa tecnica finanziaria.

Sono stati già approvati dall'ENEL e dal Ministero dell'Industria impianti per circa 6500 MW. Sono scesi in campo i più grossi nomi dell'imprenditoria del settore (AGIP, SARAS, ISAB, EDISON, API, SONDEL, FIAT).

Da notare che, allo stato, gli "Advisor" e/o gli "Arrangers" delle citate operazioni sono rappresentati da banche estere; tra le quali la Morgan Stanley (API), la Swiss Bank (ISAB) e la Deutsche Bank (Solvay). Indubbiamente la scarsa diffusione del *merchant banking* e il ruolo marginale in questo contesto degli istituti di credito speciale nel nostro Paese hanno facilitato l'inserimento delle istituzioni estere in tale segmento. La Divisione Credito Industriale della BNL dedicherà una

crescente attenzione ai problemi del *project financing*, avendo ereditato il *know-how* della “sezione energia, ambiente, ricerca e innovazione tecnologica”, istituita in seno alla BNL circa 11 anni or sono e che maturò una lunga esperienza nel finanziamento di iniziative con metodologie simili a quella di un *project financing*, ricorrendo in particolare ai fondi BEI e CECA.

Sotto il profilo operativo, a parte operazioni di cofinanziamento che avevano alcune limitate caratteristiche del *project financing* (valutazione della validità tecnico-economica della iniziativa, ma come elemento complementare della tradizionale e prevalente valutazione del patrimonio delle imprese interessate e delle garanzie), la Banca Nazionale del Lavoro ha partecipato a due veri e propri *project financing* internazionali con un apporto di \$ 21,3 milioni e di ECU 18 milioni e attualmente si sta occupando di alcune iniziative nell’ambito del Consorzio per Roma Capitale, che si spera possa decollare.

## Conclusioni

Siamo al termine di questo *excursus*, veloce ma mi auguro sufficiente a far comprendere che anche in questo campo il nostro Paese non è all’avanguardia, anzi segue a varie lunghezze paesi del Sud-Est Asiatico e dell’America Latina. Non è il caso di indulgere nel vittimismo o nella facile critica ai reggitori della prima Repubblica. La risposta è nell’azione. Per poter agire rapidamente, però, bisogna scoprire un buon punto d’attacco cosicché, come ha accertato l’IFC, una volta partiti con un buon progetto, questo possa far scuola ed esercitare un effetto di catalisi.

La ricerca del cammino critico per imboccare anche in Italia la via privata del finanziamento infrastrutturale va intensificata. Ad esempio, è da ritenere che le scelte finora effettuate in tema di privatizzazione dei servizi pubblici favoriranno l’avvio del finanziamento privato dell’infrastruttura collettiva? Ancora, è opportuno scegliere l’opzione che minimizza il cambiamento di cultura politica, la tecnica cioè del B.O.T., oppure è il caso di essere più radicali? Infine, e ciò riguarda soprattutto

le banche, cosa è possibile fare per migliorare la cultura del *project financing* tra tutti i potenziali addetti ai lavori: pubblica amministrazione, costruttori, promotori, fornitori, assicuratori, finanziatori? La lista dei quesiti può essere allungata a piacere, ma l'azione cui prima mi richiama richiede capacità di decisione, sia pure informata.

## *INTERVENTI*

SALVATORE CARRUBBA, *Direttore de "Il Sole 24 Ore"*

Esprimo innanzitutto la mia gratitudine per essere stato chiamato a svolgere il ruolo di moderatore a questa tavola rotonda, richiesta che considero un riconoscimento dell'attenzione che Il Sole 24 Ore dedica al tema del *project financing*, sul quale hanno scritto anche alcuni dei partecipanti a questo incontro.

Tanta attenzione deriva dalla convinzione dell'importanza dello strumento: per questo è particolarmente importante questo appuntamento del CNEL che ci consente di affrontare questo tema in un momento che, ha scritto sulle nostre pagine Luigi Cappugi, è forse addirittura "magico" per discuterne.

Perché è un momento magico? Innanzitutto per una contingenza negativa, le condizioni del bilancio pubblico che non consentono di prevedere grandi investimenti nel capitolo delle infrastrutture; dall'altra parte, come cittadini, come utenti, siamo ogni giorno alle prese con la carenza di infrastrutture e rafforziamo la consapevolezza della necessità di sviluppare il patrimonio infrastrutturale del nostro paese che, come ha ricordato il presidente Sarcinelli in quella tabella, risulta molto ulteriore ai parametri standard nell'Unione Europea.

Non solo: finalmente, si è avviato il dibattito e si sono rafforzati segnali dell'attualità del tema nell'ambito del dibattito politico, come conferma la bozza del ddl Radice.

Il presidente Sarcinelli è stato veramente diplomatico ricordando nella sua conclusione che l'Italia non è all'avanguardia; in realtà, noi siamo molto indietro nell'applicazione di questo strumento. Vorrei semplicemente ricordare due dati, uno relativo alla parte finanziaria e uno relativo proprio alla parte infrastrutturale. In Gran Bretagna e in Francia, Paesi assai vicini al nostro, lo strumento del *project financing* è adottato in misura assai più consistente; in Gran Bretagna è stato calcolato dal National Development office che il 50% degli investimenti annui in opere pubbliche viene effettuato proprio attraverso il finanziamento dei privati. In Francia, dove pure l'applicazione è stata più faticosa, fra l'87 e il '91, secondo il Ministero delle infrastrutture, il 30% del finanziamento delle opere pubbliche è passato attraverso lo strumento del *project financing* e l'ingresso dei privati.

L'ambito nel quale la Francia ha funzionato meglio, è quello del ripristino e del recupero urbanistico (l'esempio più famoso è quello delle Halles), un'esperienza che segnala anch'essa una strada per le tante aree dismesse del nostro paese. E questo punto di vista è positivo peraltro che molti enti locali, a partire anche da Roma, stiano studiando e stiano orientando con maggiore convinzione verso questo strumento.

L'altro dato che ricordo, la classifica degli istituti di credito in base ai prestiti concessi per programma di *project financing*, vedono l'Italia molto in fondo; il primo gruppo, che è il Mediocredito Centrale, è il 48° con 633 milioni di dollari investiti contro il primo, il gruppo Chemical Bank, che ha investito 81 miliardi di dollari. Ha ragione il professor Sarcinelli a dire che siamo in una fase pionieristica: in realtà abbiamo molto percorso da compiere e ci auguriamo tutti nel più breve tempo possibile.

CARLO FERRONI, *Direttore Generale ANCE*

Ci troviamo al limite storico più basso degli investimenti pubblici in opere infrastrutturali che, peraltro, fa seguito ad un periodo durante il quale il differenziale infrastrutturale tra l'Italia e gli altri paesi CEE si era già fortemente allargato a causa del minore tasso di accrescimento medio degli investimenti infrastrutturali tra noi e gli altri Paesi comunitari.

Dopo il periodo in cui si è creato questo gap che cosa è avvenuto? È avvenuto che gli stanziamenti per investimenti in opere pubbliche si sono ridotti ad un terzo: nell'88 erano 60.000 miliardi, adesso sono poco meno di 20.000 miliardi. Ne deriva che la situazione attuale è caratterizzata da due elementi fortemente negativi: la drammaticità del ritardo infrastrutturale (accumulato, come ho detto, in un periodo in cui sembrava si spendesse tanto e invece si spendeva il 30% di meno di dieci anni prima rispetto agli altri Paesi europei); la forte riduzione dei livelli di investimento per l'avvenire, tenuto conto degli stanziamenti previsti nella Finanziaria.

Una seconda considerazione vorrei fare in relazione a quanto diceva De Rita all'inizio: "stiamo andando avanti bene, c'è questo nuovo tipo di aziende off-shore, che situano le loro attività al di fuori dell'impresa sul territorio". È un'evoluzione fisiologica, che va sostenuta e non combattuta ma che comporta due aspetti preoccupanti.

Primo: questo tipo di impresa va sostenuto, con un livello di infrastrutturazione del territorio assai elevato, cosa di cui non disponiamo e di cui occorre disporre.

Secondo: ci troviamo in presenza di una ripresa industriale, sì, ma senza occupazione.

In Italia siamo nella fase della cosiddetta *jobless growth*, nella quale crescono i tassi di sviluppo economico ma non cresce l'occupazione.

In questa situazione il ruolo di una politica di infrastrutturazione e del sistema delle costruzioni assume una rilevanza strategica.

Il fatto che sia tornato di grande attualità il tema del *project financing* è positivo. Tutti ci rendiamo conto che dal lato della finanza pubblica più di tanto non si può fare, però con un avvertimento: il ricorso al *project financing* non può diventare un'alibi per non destinare più risorse pubbliche alla infrastrutturazione. Già ne abbiamo destinate poche, semmai occorre - e in questo i costruttori sono pienamente d'accordo - impiegarle meglio.

A questo punto credo che bisogna porsi una domanda: quali condizioni devono sussistere perché il *project financing* possa svilupparsi così come si era sviluppato alla fine del secolo scorso, con le ferrovie, l'elettricità, ecc.?

Una delle prime condizioni è costituita dal livello della pressione fiscale sulle imprese e sul costo del lavoro e, in generale, sul contribuente che incide pesantemente sul processo di accumulazione di capitale nel nostro Paese e quindi sulla disponibilità di risorse private da destinare al finanziamento privato delle opere pubbliche.

Con uno Stato dove la pressione fiscale è arrivata al livello in cui è arrivata in Italia e con un'erogazione di servizi così modesta sia in termini di quantità che di qualità, sorge un problema molto pesante: da un lato, l'utente italiano è stato disabituato a pagare i servizi e, dall'altro lato, non gli restano molte risorse per poterli pagare anche se ne avesse la disposizione psicologica. Per esempio nel nostro settore (ma negli altri poi non ci sono tante differenze) su 100 lire di costo del lavoro all'impresa restano disponibili in tasca al percettore del reddito 25-30 lire.

In una situazione come questa ci si aspetta che qualcun altro provveda a darti il servizio a prezzi di favore che non corrispondono ai costi reali. È quello proprio che è accaduto negli ultimi 20-25 anni contribuendo a creare il grande deficit pubblico che oggi ci troviamo a fronteggiare.

Dall'altra parte abbiamo un sistema di impresa che subisce una pressione fiscale che forse non ha uguali negli altri Paesi ed una pesantissima concorrenza finanziaria da parte dello Stato. Se si pensa al livello di attrazione finanziaria che l'indebitamento pubblico provoca sui mercati finanziari, ci si rende conto facilmente delle scarse capacità di capitalizzazione delle nostre imprese e della insufficiente disponibilità di capitali privati nazionali per investimenti come il *project financing*.

Una seconda condizione riguarda una precisa e trasparente regolamentazione urbanistica, della difesa del territorio e dell'ambiente.

Quando il finanziamento di un'opera è privato, non ci si può bloccare sei mesi perché qualche intoppo imprevisto non fa andare avanti perché così saltano tutte le previsioni di ritorno degli investimenti.

Qualche tentativo di dare certezza normativa è stato fatto recentemente in sede legislativa con provvedimenti, peraltro non ancora convertiti in legge, che prevedono l'istituzione di sportelli unici, accordi di programma, conferenze di servizi.

Si tratta di strumenti che possono evitare che un meccanismo come il *project financing* cada sul primo ostacolo che incontra e si impancanti nell'intrico di autorizzazioni, di concessioni, di permessi, di firme e controfirme.

Occorre poi anche cambiare la mentalità dei gestori di servizi pubblici, abituati, negli ultimi decenni a dover privilegiare obiettivi di tipo sociale ed occupazionale, piuttosto che a rendere servizi efficienti ed il più economici possibile. Anche questo richiede un cambiamento che comporta un costo politico e sociale non indifferente.

Infine, un aspetto vitale, già toccato dal professor Sarcinelli: il tema della certezza delle tariffe.

Nessun capitale privato si impegna se non è certo che ci sia un ritorno in termini di equa remunerazione.

A questo proposito occorre dire che in Italia, almeno a tutt'oggi, certezze sugli adeguamenti tariffari di costi reali non ce ne sono.

In conclusione: credo che la soluzione più consigliabile sia la introduzione graduale del *project financing* perché grandi salti non sono possibili.

C'è infine un ultimo aspetto che vorrei segnalare e riguarda la posizione delle imprese di costruzione che va definita in modo chiaro.

Nel progetto di legge quadro degli appalti del Ministro Radice viene data una regolamentazione anche ai meccanismi di affidamento della cosiddetta concessione di costruzione e gestione che, allo stato delle cose, può essere lo strumento principale per la realizzazione di nuove infrastrutture utilizzando il *project financing*.

Fino a ieri non c'era alcuna regolamentazione, oggi c'è almeno una proposta per andare in questa direzione.

Un'ultima cosa vorrei dire: attenzione ad un paradosso; va bene il *project financing*, tutte le volte che parliamo di infrastrutture realmente di tipo pubblico; attenzione però a non aumentare lo spazio delle proceduralizzazioni pubbliche nel nostro Paese.

Il caso dei parcheggi è emblematico: proprio per il motivo che sono stati collocati sul crinale tra privato e pubblico, non si riesce a decidere da che parte devono stare e, nel frattempo, non se ne costruiscono.

Sicuramente l'approccio al *project financing* richiede un salto di impegno sul mercato anche da parte delle imprese di costruzione.

Sotto questo profilo sono modernamente ottimista se non altro per il fatto che l'impresa di costruzione è sospinta verso questa forma di investimento della gravità della crisi e dell'obiettiva prospettiva di carenza di investimento pubblico. Inoltre per sua natura l'impresa di costruzione ha più di ogni altri l'attitudine e la capacità a cercare di mettere insieme tutti i pezzi necessari perché un'operazione complessa come il *project financing* possa partire.

In ogni modo ci vuole capacità di approccio finanziario, non diretto, ma indiretto; ci vuole capacità di tipo esecutivo; ci vuole capacità di rapporti con la pubblica amministrazione; ci vuole conoscenza delle normative, ecc.

Se si creeranno le condizioni richieste credo che l'impresa di costruzione, insieme ad altri soggetti, saprà rispondere a questo impegno.

Dovremmo cercare anche di far uscire il dibattito sul *project financing* dal giro esclusivo degli addetti ai lavori.

Bisogna formare una forte opinione pubblica intorno a questo tema per superare proprio quei problemi, di cui dicevo prima, che riguardano la normativa sulla difesa del suolo e dell'ambiente, le tariffe, la disponibilità dell'utenza a pagare, la disponibilità di gestori di servizi che mirano all'efficienza e non all'incremento occupazionale puro e semplice. Se manca questa cultura penso che non si riescano a fare le operazioni necessarie perché questo strumento di finanziamento dell'opera pubblica si diffonda.

Prioritario è il quadro delle certezze normative e del tema tariffario.

La realizzazione di questo quadro è un tema ineludibile; nessuno può rischiare di vedersi mancare le attese su questo fronte. Vitale è la certezza della normativa territorio-ambiente; in questa materia occorre, non dico lasciar fare qualsiasi cosa ci si immagini, ma decidere velocemente e non ripensarci in continuo perché questo impedisce qualsiasi programmazione.

Definire bene, quindi, (e in questo senso le più recenti normative cominciano a tracciare qualche cosa) il ruolo e la figura del costruttore-gestore, il ruolo del privato promotore e cercare di stimolare le capacità di invenzione, di progettazione, di ideazione del privato senza poi mortificarlo al momento in cui le relative opere sono affidate in gara.

La normativa deve chiarire gli aspetti delle modalità di esecuzione delle opere.

La TAV, ad esempio, ha incontrato sul suo cammino delle difficoltà, delle incertezze; ha dovuto ricorrere al parere del Consiglio di Stato, al parere dell'autorità antitrust.

Tutte difficoltà che creano ritardi o opposizioni che sono negative.

L'altra cosa, alla quale ho già accennato, è quella di accettare una gradualità nell'ingresso del *project financing*. In altri termini i finanziamenti pubblici restano un elemento concorrente in molti casi perché le operazioni di *project financing* possano riuscire.

Questo richiede una capacità di gestione e di negoziazione della pubblica amministrazione che forse non è ancor attuale; questo purtroppo è un ulteriore ostacolo alla realizzazione di queste tecniche.

Se noi riuscissimo a fare una serie di seminari o di convegni che siano indirizzati all'opinione pubblica perché comprenda la nuova logica secondo cui il servizio va pagato, riusciremmo a rendere molto più agevole l'affermazione del *project financing*.

Alla gente bisogna far capire che senza infrastrutture non si va avanti, non si fa occupazione.

Bisogna far capire che soldi pubblici non ce ne sono più tanti e che occorre ricorrere a quelli privati e quindi non si può indugiare più tanto sulle normative, sulla efficienza delle amministrazioni, sulle tariffe come si è fatto nel passato.

Poi c'è la cultura dell'eseguito cui accennava Incalza.

Se potessimo portare a conoscenza dei potenziali attori del *project financing*, che vanno dai soggetti finanziari ai soggetti gestori, ai soggetti costruttori, una serie di esemplificazioni sui casi concreti realizzati nel mondo per verificare le condizioni alle quali questi sono stati realizzati, ciò può "fare cultura" a favore del finanziamento privato.

Può fare cultura anche verso le imprese di costruzione perché anche di questo si ha sicuramente molto bisogno.

E, credo anche che possa servire a convincere di più, meglio e più rapidamente, ad affrontare e superare quei nodi che per un verso o per l'altro, intorno a questo tavolo sono stati individuati come elementi da superare per far sviluppare questo importante strumento di finanziamento e di realizzazione delle opere pubbliche.

RENATO CASSARO, *Amministratore Delegato FINTECNA*

Il tema che sono stato invitato a trattare è quello della nostra esperienza come Gruppo Fintecna nel settore dei grandi lavori infrastrutturali, in particolare in quello autostradale. Devo dire che effettivamente, a partire dal '55, data di entrata in vigore della prima legge riguardante questo settore, emerse il problema di come finanziare questi lavori: la formula accettata fu quella che oggi si avvicina di più al *project financing*.

Dai dati forniti dal prof. Sarcinelli, si evince che la tematica è vasta, con evidenti difficoltà di applicazione di questo strumento.

Ci troviamo in un ambito in cui tutto è possibile, ma tutto è anche difficile per cui, a suo tempo, quando fu affrontato il problema della costruzione delle autostrade venne individuato in maniera molto chiara che la chiave di volta del successo di una eventuale iniziativa di *project financing*, era la definizione di tariffe determinate con una metodologia che consentisse al concessionario di ottenere un risultato economico tale da poter affrontare gli aspetti relativi all'investimento e conseguentemente all'ammortamento.

Seguirono tentativi di applicazione di formule non solo matematiche per il calcolo delle tariffe ma anche di intervento dello Stato in questo primo esempio di *project financing* degli anni '50. Infatti, da una parte furono previsti contributi a fondo perduto da parte dello Stato, dall'altra fu concessa la sola gestione delle autostrade già costruite, ad esempio la Milano-Laghi e la Milano-Brescia.

Si individuarono, poi, meccanismi di finanziamento con garanzia da parte dello Stato.

L'accesso ai fondi della Banca Europea per gli Investimenti è stato effettivamente determinante in quegli anni per la capacità di ottenere volumi di finanziamento altrimenti non pensabili in Italia. L'altra formula è stata quella dei prestiti obbligazionari collegati direttamente anche alle singole tratte in costruzione. Sono queste esperienze che ancora oggi non si sa bene se ricondurre a quelle di *project financing*; però a me sembra molto logico pensare oggi al modello seguito per la costruzione delle autostrade, come un caso di *project financing*.

Man mano però le leggi di riferimento sono cambiate ed anche la possibilità di adeguamento automatico delle tariffe, a suo tempo prevista per individuare un piano finanziario in pareggio già dai primi anni di concessione, è stata modificata nel tempo con la conseguenza di determinate incertezze per la concessionaria autostradale rispetto alla necessità di far fronte all'indebitamento che nel frattempo si era contratto ed alla possibilità di costruire conseguentemente nuove tratte.

Questo è il problema che tutti i giorni cerchiamo di dibattere, anche con le imprese di costruzione, con le società sub-concessionarie degli autogrill, dei distributori di benzina, ecc. Lo sforzo è quello di cercare di individuare insieme un sistema che molti chiamano di "price cap", cioè di tariffe che siano adeguate rispetto ad indici indeterminati con un tetto prefissato e tali da consentire, nel tempo, l'ammortamento della costruzione dell'autostrada ed il miglioramento del servizio reso all'utente. Anche la manutenzione, che è elemento importantissimo nella gestione delle autostrade, deve trovare il corretto collocamento in questo meccanismo prezzo/qualità.

D'altra parte cerchiamo anche di capire se tutto questo possa essere definito in una normativa chiara e tale da individuare, in primo luogo, se chi costruisce autostrade sia un concessionario di costruzione ed esercizio, come richiamava poc'anzi il dott. Ferroni, oppure una *longa manus* della Pubblica Amministrazione, cosa che noi rifiutiamo concettualmente perché questo non ci darebbe l'elasticità necessaria a rispettare i tempi di costruzione ed il buon esercizio dell'autostrada.

Ma il problema del *project financing* non è nuovo: oggi stiamo scoprendo il *project financing* come se fosse una panacea di tutti i mali, ma non è così. Si pensi che nel 1300 la famiglia Bardi Peruzzi finanziò la cosiddetta “guerra della lana” richiedendo per conto la possibilità di gestire i flussi di esportazione della lana. Naturalmente il tutto fu eseguito in maniera poco sofisticata e, comunque, fu un fallimento. Questo ovviamente non significa che l’operazione di per sé non fosse valida; è comunque un esempio, datato, di *project financing*.

Come Società Autostradale (Gruppo Fintecna) riteniamo che la disattenzione governativa degli ultimi anni sia stata in parte superata solo di recente, attraverso gli articoli dal 16 al 19 del progetto di legge sugli appalti presentato dal Governo. Questa normativa è sufficiente a darci una speranza per il futuro ed il nostro Gruppo deve riporla su due cose: su noi stessi e sulla capacità propositiva; infatti in questa proposta di legge è abbastanza ben individuato il ruolo del promotore di queste iniziative, ed è importante anche il ruolo di supporto delle banche. Un esempio importantissimo, veramente una novità per il nostro paese, è quello della TAV (Treno Alta Velocità) di cui certamente meglio potrà parlare il dott. Incalza.

Ma le banche vorranno avere un quadro legislativo sicuro per poter utilizzare i fondi dei risparmiatori a loro affidati, quindi dovranno sempre garantirsi non tanto attraverso le proprietà di chi richiede il prestito, quanto a mezzo della capacità effettiva dell’opera da costruire, di produrre un flusso di reddito sufficiente a rimborsare i prestiti.

Sarebbe opportuno metterei un po’ di ottimismo in quello che stiamo discutendo. Tutti conveniamo sull’importanza che la legge abbia finalmente affrontato il problema e si sia individuato nel ruolo del promotore anche il ruolo di colui il quale potrà nel futuro, anche in Italia, dare vita alla nuova impostazione delle progettazioni, dei piani finanziari e quindi alla valutazione delle effettive possibilità di rientro di un investimento tali da consentire l’intervento di banche. Questo è il nodo attuale; la Banca d’Italia in qualche maniera l’ha risolto con l’individuazione del modello per le banche che dovranno diventare banche universali, capaci di diversificare la propria attività dal breve e medio periodo ad un periodo più lungo, quindi con capacità di analisi, valutazione ed investimento in tutti i possibili settori diversi da quelli ordinari.

Siamo pronti per assorbire questa metodologia? Secondo me dobbiamo calarla nella mentalità delle banche, che si devono sempre più attrezzare con strutture interne che siano capaci di valutare tutti i rischi. Noi abbiamo avuto una forte esportazione di cervelli, di ragazzi che sono andati a Londra nelle merchant banks ad imparare le tecniche finanziarie ed anche le metodologie di lavoro, ora dobbiamo utilizzare la loro esperienza nelle nostre banche.

Ho sentito parlare l'altro giorno della possibilità di privatizzare il nostro Aeroporto Leonardo Da Vinci di Roma, secondo tecniche che sono classiche del project financing, suddividendone però le attività - come è stato fatto per la British Airport - tra varie società e con una Authority centrale che determini le tariffe; se è stato possibile applicare il *project financing* in Inghilterra, così sarebbe possibile farlo per tutti gli aeroporti italiani. Ma tra il dire e il fare ....

Sono sicuro però che i veri promotori siamo in fondo noi stessi, nel momento in cui individuiamo dei modelli da sviluppare. Quello autostradale noi l'abbiamo esportato attraverso "Autostrade International", applicando il project financing negli Stati Uniti per la costruzione di un'autostrada che collega l'aeroporto di Washington con Leesburg in Virginia. È un'opera tipica nella quale noi abbiamo messo la capacità di valutare piani finanziari e di gestire l'opera. Così a Birmingham in Inghilterra e in Cina stiamo lavorando con queste logiche, con imprenditori internazionali che poi non hanno tutta questa esperienza sul *project financing*.

Questo è uno stimolo per tutti noi a cercare di sostituire mezzi che non si trovano nelle pieghe del bilancio dello Stato, con mezzi che provengono dal mercato, che però devono avere il loro giusto ritorno ed essere inseriti a tutto diritto in un sistema-paese che deve garantire che le leggi, di volta in volta dibattute ed approvate, siano mantenute nel tempo affinché restino invariati gli assunti che sono alla base di un piano finanziario necessario alla costruzione di un'opera.

Nel nostro Paese non manca la fantasia nel fare le cose, in alcuni casi manca soltanto un quadro di riferimento chiaro e lo spunto che viene dalla legge Radice, ci deve far pensare che domani potrebbe essere più facile di quanto non sia stato ieri, mettere su un progetto di finanziamento secondo le necessità del Paese.

ANTONIO MARZANO, *Presidente Cofiri S.p.A.*

## **Caratteri**

Il project-financing è una tecnica di finanziamento che presenta la caratteristica di applicarsi non genericamente ad un soggetto e, per esso, alla molteplicità virtuale delle sue attività produttive, ma ad uno specifico progetto: destinatario essendone, perciò, un soggetto “ad hoc”, istituito allo scopo di realizzare un progetto dato di investimento.

Segue da ciò che il *project financing*:

- 1) presuppone uno studio apposito di fattibilità ed economicità;
- 2) si basa sul merito di credito non di un soggetto dalle varie caratteristiche economico-patrimoniali, ma del progetto;
- 3) pone, quindi, problemi particolari di garanzia verso i rischi impliciti;
- 4) comporta minori rischi di moral hazard (uso dei finanziamenti per scopi diversi da quelli richiesti) e maggiore trasparenza.

## ***Project-financing* e investimenti fissi sociali**

Questa tecnica di finanziamento può trovare applicazione per la realizzazione di progetti sia di iniziativa privata sia pubblica. In presenza di quattro condizioni:

- 1) scarsità di risorse finanziarie pubbliche;
- 2) scarsità di dotazioni infrastrutturali sociali;
- 3) rimozione di segmenti all'interno dell'attività delle aziende creditizie;
- 4) indirizzi politici favorevoli alla privatizzazione.

Acquista particolare rilievo la sua applicazione a progetti di iniziativa pubblica. Le quattro condizioni predette si riscontrano ora in Italia.

Orientata a tale scopo, la tecnica in esame si mostra di specifico interesse, oltre che per la sua attitudine a rispondere positivamente a quelle condizioni, per la sua capacità di realizzare migliori esecuzioni del progetto e gestione dell'infrastruttura, grazie al coinvolgimento del capitale privato. Un aspetto non secondario di questo vantaggio, sta nella migliore attività di manutenzione e di ammortamento delle opere realizzate, notoriamente inadeguate nelle opere pubbliche tradizionalmente gestite.

Un vantaggio di grande rilievo si coglie nell'opportunità di ridurre il rischio della realizzazione, grazie al coinvolgimento delle autorità competenti: in un Paese come il nostro, dove il compimento di determinate iniziative richiede l'applicazione di decine di leggi e regolamenti e il conseguimento di molteplici autorizzazioni, da parte di una varietà di istituzioni, la realizzazione ex-ante di queste condizioni amministrative in fase di progettazione è molto rilevante.

I campi di applicazione possono essere vari, accomunati soprattutto dal requisito della tariffabilità dell'uso, che può essere in qualche caso eccezionalmente sostituita dalla concessione, al soggetto realizzatore, di altri tipi di benefici.

Collaudati tipi di progetto sono centrali energetiche, anche di cogenerazione, raffinerie, oleodotti e idrologie, parcheggi, porti-aeroporti-interporti, riutilizzo aree urbane, ecc.

Sono rilevanti alcuni ulteriori vantaggi per i promotori (sponsors) del progetto. Con la tecnica finanziaria in questione, si consegue in genere una migliore ripartizione del rischio e si può conseguire una più idonea leva finanziaria.

Infine, le iniziative di project-financing costituiscono un'opportunità rilevante di sinergie ed alleanze con partners di diversa estrazione settoriale e professionale, dalle quali possono derivare sviluppi positivi delle attività.

## **Condizioni necessarie**

A causa dei forti costi progettuali, il *project-financing* è applicabile solo a progetti di entità superiore a dati minimi (deve trattarsi di centinaia di miliardi).

In paesi come l'Italia, lo sviluppo di questa tecnica finanziaria non è favorito dalla normativa esistente. È sentita la necessità di una normativa "ad hoc", sotto il profilo sia fiscale sia civilistico: in analogia a quanto avviene nei paesi anglosassoni, dove il settore è regolato dalla "Common law", il rapporto con la Pubblica Amministrazione andrebbe sottoposto per quanto possibile alla normativa del Codice Civile. Importanti aspetti da regolare normativamente riguardano altresì la proprietà dell'opera e il riconoscimento di pubblica utilità della medesima.

Va anche segnalata, tra le condizioni che influenzano la diffusione del *project-financing*, la formazione di adeguate professionalità.

La contrattualistica è infatti complessa, dovendo coinvolgere simultaneamente figure come quelle degli sponsors, dei finanziatori e cofinanziatori, fornitori, clienti, organi amministrativi. È anche necessario prevedere le modalità di regolazione dei debiti, e le rispettive priorità (a breve, o in proporzioni date dei debiti a breve e a lungo, privilegi, azioni di recupero e relativi termini temporali, ecc.).

La tecnicistica finanziaria è a sua volta complessa, sotto il profilo della struttura della finanza, della copertura del rischio, del monitoraggio.

La struttura finanziaria del *project-financing* comporta problemi di adeguatezza degli apporti relativi del breve e del lungo, del capitale di rischio (in genere limitato), di debito subordinato, di cofinanziamento, di pratiche di leasing (su impianti) e di assicurazioni.

Soluzioni idonee vanno anche apprestate in rapporto ai vari tipi di rischio: di fornitura e di prezzi inerenti (off-take contracts), di comple-

tamento (stand-by penali), di commercializzazione, di autorizzazione (concession agreements), di cambio di finanziamenti, di costi e ricavi (swaps di copertura).

Decisive per il successo delle iniziative in esame, e per la stessa riduzione del rischio, sono le tecniche di monitoraggio. Occorre apprestare e seguire appositi parametri, intesi come “ratio” tra cash-flow e servizio annuo del debitore, o come “project-cover” ratio (tra valori attuali dell’intero cash-flow e servizio del debito), ed anche attente programmazioni del ciclo di questo servizio, con l’individuazione dei suoi livelli temporali massimi (“peak-debt”).

## **Conclusioni**

Molte delle condizioni necessarie o favorevoli all’adozione del *project-financing* sono già sussistenti nel nostro Paese. Altre andrebbero costituite (ad opera del legislatore) o rafforzate (su iniziativa delle istituzioni finanziarie od educative).

Sarebbe importante provvedervi, per attrezzare il paese di uno strumento potente sia di strategia sia di politica dell’infrastrutturazione pubblica.

ERCOLE INCALZA, *Amministratore Delegato TAV S.p.A.*

Vorrei innanzitutto esprimere un sincero ringraziamento al dr. Sarcinelli per aver saputo esprimere, in questa occasione, una straordinaria lezione di chiarezza su un tema così frequentemente dibattuto.

Ringraziamento che accompagno alla sottolineatura di come, pur trovandoci spesso ad operare in una realtà che registra scarti impressionanti tra le chiare ipotesi sul futuro e la confusione del presente, tra la teoria e i fatti, la BNL abbia creduto alla TAV fin dal momento della sua costruzione.

Nelle condizioni economiche e finanziarie del nostro Paese, la missione affidata alla TAV rappresenta una sfida a più livelli che coinvolge il sistema finanziario, il sistema delle imprese industriali e l'apparato amministrativo, e più che interrogarsi sulla esistenza di tutti i requisiti in linea di principio indispensabile affinché al "progetto TAV" venga assegnata la partente di idoneità al "project financing", occorre domandarsi se vi siano concrete alternative al percorso operativo che si è intrapreso.

L'obiettivo ambizioso a cui stiamo lavorando consiste nell'associare il capitale privato al finanziamento di una grande e complessa infrastrutturazione, per consentire la riduzione del fabbisogno finanziario del settore pubblico e la introduzione di un potente stimolo all'efficienza nella realizzazione e nella gestione di servizi collettivi di trasporto.

Il criterio che regola le modalità di finanziamento dell'investimento TAV è fissato dalla legislazione vigente e dalle correlate disposizioni amministrative.

La Legge 98 del 1991 ha permesso la partecipazione delle Ferrovie dello Stato a Società aventi per oggetto sociale la progettazione esecutiva e la costruzione delle linee e delle infrastrutture ferroviarie del sistema A.V., a condizione che il capitale investito nella Società fosse adeguatamente recuperato e remunerato.

La legge 412 del 1991 ha autorizzato le Ferrovie dello Stato a utilizzare i finanziamenti per gli investimenti ricompresi nel Piano di Risanamento e Sviluppo, anche mediante partecipazione alle società concessionarie per l'esecuzione delle opere, mediante contributi diretti alla realizzazione delle medesime e mediante l'accollo degli oneri finanziari relativi agli interessi sui prestiti e delle società concessionarie, sino all'inizio dello sfruttamento economico delle opere realizzate.

I contratti di programma, a partire dal 1991, hanno variamente disciplinato gli impegni reciproci dello Stato e delle Ferrovie, hanno applicato i principi sopra esposti, stabilendo che la suddivisione delle fonti di finanziamento prevedesse una quota carico dello Stato del 40% più la spesa per interessi intercalari per l'intero periodo di costruzione e di avviamento delle nuove linee, ed una quota a carico del capitale privato, corrispondente alla parte restante.

Riferendoci alla sola linea Torino-Milano-Napoli, cioè a quella parte del sistema A.V. per la quale lo Stato, attraverso differenti atti legislativi ed amministrativi, ha già individuato le risorse corrispondenti alla quota dell'investimento di propria competenza, il valore complessivo dell'investimento è di poco meno di 29.000 miliardi, comprensivo degli oneri finanziari maturati nel periodo di costruzione.

Il nostro piano finanziario segnala chiaramente che il criterio applicato per finanziare la realizzazione del sistema A.V. consente allo Stato di incrementare il proprio stock di infrastrutture con un impegno finanziario pari solo al 46,7% dei costi a pesi totali, in luogo di un impegno che sarebbe del 100% se venisse seguita la strada tradizionale.

Le proporzioni dell'intervento pubblico non cambierebbero se si prendesse in considerazione non solo l'investimento sulla linea Torino-Milano-Napoli, ma quella sull'intero sistema A.V., dal momento che il meccanismo di finanziamento è sempre lo stesso.

Le ragioni che militano a sostegno di tale meccanismo vanno individuate nel fatto che i bilanci pubblici, non solo quelli italiani, non sono strutturalmente più in grado di farsi carico integralmente dei rilevanti investimenti necessari per programmi infrastrutturali di questo genere.

La strada tradizionale è quindi definitivamente preclusa ma, a causa della natura stessa degli investimenti ferroviari e della tipologia di servizi che attraverso queste infrastrutture si rendono disponibili, le strade nuove che possono essere intraprese per associare capitale privato non possono non tenere conto di alcune precondizioni.

Come è già stato osservato, la crisi della finanza pubblica e la conseguente necessità di associare nel finanziamento di opere infrastrutturali di interesse pubblico risorse direttamente provenienti dal mercato finanziario, hanno posto in primo piano le tecniche del “project financing”, favorendone peraltro un uso teorico disinvolto ed indiscriminato.

In realtà, il settore privato per apportare risorse sotto qualsiasi forma (capitale di rischio e/o capitale di credito) in un “business” quale quello ferroviario, caratterizzato da tassi di rendimento piuttosto bassi e da ritorni assai diluiti nel tempo, necessita del sostegno pubblico sia in termini di finanziamenti, sia in termini di garanzie.

Il meccanismo finanziario proposto nel progetto TAV sperimenta e definisce una forma effettiva di partenariato pubblico-privato, che viene considerato dalla Commissione Europea come la soluzione al momento più idonea per il finanziamento dello sviluppo della rete ferroviaria europea ad alta velocità.

D'altra parte, anche in sistemi sotto ogni profilo più preparati ed evoluti di quello italiano, come quello statunitense, la mancanza di adeguato sostegno finanziario pubblico ha provocato il fallimento delle iniziative per la creazione nello stato del Texas di una nuova rete ferroviaria ad alta velocità, ed ancora la riconsiderazione dei progetti in via di definizione riguardanti lo stato di New York e quello della Florida.

Vorrei allora soffermarmi sulle caratteristiche essenziali della struttura finanziaria del progetto TAV, nel tentativo di metterne in evidenza tanto gli elementi di sostanziale innovazione quanto i limiti, e fornire così inequivocabili elementi di valutazione.

Anzitutto il contributo dello Stato al progetto TAV non si configura affatto come un'erogazione a fondo perduto.

Una parte del contributo globale viene apportata sotto forma di partecipazione di FS al capitale sociale TAV.

Attraverso la corresponsione di dividendi, è evidente come tale componente venga remunerata alla stessa stregua del capitale di derivazione privata; il ritorno atteso per gli azionisti del progetto, limitatamente alla sua configurazione minima Torino-Milano-Napoli, si attesta secondo le ultime simulazioni intorno al 15%.

La parte preponderante del contributo globale attinto da FS, al netto delle erogazioni a copertura degli interessi intercalari, rappresenta un finanziamento a tasso agevolato (un vero e proprio "soft loan"), che viene restituito a FS una volta estinti gli impegni nei confronti del sistema creditizio e parzialmente remunerato in funzione dei risultati commerciali del progetto, con ciò rappresentando una fondamentale innovazione nelle pratiche finora adottate negli investimenti pubblici ferroviari.

Le erogazioni in conto interessi da FS nel periodo di costruzione ed avviamento vanno, dal canto loro, valutate a sistema con la restituzione ad FS delle opere realizzate da TAV al termine del periodo di concessione.

Se ci riferiamo infatti alla sola parte del sistema comprendente le linee Torino-Milano-Napoli, il valore attuale residuo alla infrastrutturazione trasferita a titolo gratuito e perfettamente mantenuta da TAV e FS, scaduta la concessione nel 2041, ossia il valore atteso della nuova attività patrimoniale, non è inferiore ai circa 3.300 miliardi che al momento si stima debbano essere trasferiti come contributo statale per interessi durante la fase di costruzione.

Proprio la presenza di una fonte di finanziamento statale a copertura degli interessi maturati sul capitale di credito utilizzato per il finanziamento dell'investimento TAV ha provocato alcune valutazioni superficiali sul merito della struttura finanziaria.

Questa presenza discende dalle già ricordate disposizioni legislative ed amministrative vigenti e può essere spiegata nei termini seguenti:

- 1) i progetti infrastrutturali, e quelli ferroviari in particolare, hanno caratteristiche di redditività bassa e tendenzialmente differita nel tempo; l'intervento dello Stato è dunque finalizzato a incentivare la partecipazione di capitale di rischio all'investimento; il progetto TAV intanto può risultare redditizio in quanto lo Stato apporta una parte delle risorse finanziarie necessarie e, tra queste, particolare rilievo assumono quelle destinate a coprire parte degli oneri correnti (gli interessi passivi), in una fase nel corso della quale non sono disponibili ricavi.
- 2) il contributo finanziario in conto interessi durante la sola fase di costruzione e fino all'avviamento del progetto è la derivazione della formula del "matching grant"; questo strumento è stato largamente utilizzato all'estero in operazioni di co-finanziamento pubblico-privato (ad esempio, negli interventi a favore dei PVS), e trova la sua giustificazione economica in:
  - la presenza di rilevanti rischi-progetto (o di costruzione) che solo parzialmente possono essere trasferiti integralmente ai soggetti incaricati di eseguire opere e forniture, e che quindi possono condizionare la potenzialità finanziaria del progetto.
  - un rapporto di concessione, per mezzo del quale al termine di un periodo convenuto lo Stato, che si è reso garante e compartecipe finanziariamente della costruzione dell'infrastruttura, acquisisce la piena titolarità di una cospicua attività patrimoniale (capitale fisso sociale), che altrimenti non avrebbe potuto essere prodotta.
  - un'offerta privata di capitale di credito che vede oggi operare diversi elementi sfavorevoli, che si aggiungono alla mancanza di intermediari finanziari propensi al rischio capaci di pilotare la definizione del "package" finanziario; tra questi elementi sfavorevoli, si possono segnalare l'aumento delle sofferenze, collegato alla fase ciclica depressiva dell'economia, e l'effetto di spiazzamento da crescente pressione di collocamento dei titoli del debito pubblico.
- 3) infine, non risultano disponibili misure compensative di carattere fiscale e agevolazioni specifiche sul costo del capitale, che viene raccolto a prezzi di mercato da parte TAV.

Un ulteriore elemento di spiegazione riguarda la presenza ed il ruolo delle garanzie prestate dallo Stato, attraverso FS, sulle obbligazioni contratta da TAV, ai sensi e per effetti della Legge 78 del 1994.

Senza entrare nelle complesse motivazioni civilistiche che hanno dettato tale disposizione, conseguente alla trasformazione in s.p.a. delle ferrovie, qui è sufficiente sottolineare che il ricorso alla garanzia statale sembra giustificabile sulla base dei seguenti aspetti.

- 1) La presenza di rilevanti rischi pre-progetto “politici”, determinati dalla dimensione dell’investimento da realizzare; dai vincoli amministrativi che possono discendere dalle procedure di esproprio e dalle valutazioni di impatto ambientale; dal mancato-incompleto-ritardato allestimento delle infrastrutture strettamente associate al progetto e condizioni indispensabili per il suo funzionamento e la sua redditività (connessioni stradali e ferroviari; altre infrastrutture d’accesso); dall’offerta di servizi/opere concorrenti, derivanti dalle politiche commerciali di eventuali concorrenti e dal mutamento del quadro di regolazione del mercato (misure di politica fiscale, tariffa ed energetica riguardanti altri modi di trasporto); dalle variabili monetaria (inflazione, tassi di interesse).
- 2) In Italia, il sistema degli operatori creditizi e finanziari non sembra in grado di promuovere - nel caso in esame e alle condizioni attuali del mercato finanziario - il passaggio da una “cultura delle garanzie” a una “cultura dei risultati”; se si vede l’attivo delle banche, si può evincere la prevalenza della cultura del mutuatario.
- 3) I grandi progetti infrastrutturali presentano una difficoltà intrinseca nel trasferire “ex-ante” e lasciare ai privati il dominio pieno delle fonti di rischio; il ruolo di garante dello Stato è parte costitutiva del “lancio” e della costruzione di opere complesse, come numerose esperienze internazionali confermano.

In altri termini, non sempre è possibile una attenta padronanza del rischio, nelle operazioni di “co-financing”, da parte dei privati potenziali investitori.

Le garanzie statate consentono di superare questo ostacolo “a monte” delle definizioni della struttura finanziaria del progetto, senza conta-

re infine che il problema non è l'offerta di una garanzia in sé, ma l'uso che i beneficiari eventualmente ne fanno.

Quanto poi alla redistribuzione dei rischi indotta dalla presenza di "ultima istanza" della garanzia statale, nel caso del progetto TAV il limitato intervento dei privati non si traduce in una sorta di indebito trasferimento di risorse dal settore pubblico al settore privato (extraprofitti maturati a fronte di rischio scarso); l'analisi della struttura del piano finanziario al momento proposto, evidenzia come il premio assicurato dal progetto ai privati che apportano risorse sotto forma di capitale di rischio o di credito sia al limite della sufficienza: la remunerazione media del capitale di credito è infatti quantificata nel 9.5% nella fase di realizzazione e nel 8.3% nella fase di sfruttamento economico, e su questa base si stima un rendimento per gli azionisti di circa il 15%.

È evidente che, abbattendo ulteriormente queste soglie di rendimento attraverso il ridimensionamento dell'intervento pubblico nel progetto, si otterrebbe il risultato di far defluire le risorse private dall'iniziativa, con l'ulteriore conseguenza che lo Stato vedrebbe gravare il peso dell'investimento interamente sul proprio bilancio.

4) Il mercato assicurativo privato è in condizione di fornire strumenti molto limitati, e queste strutturali deficienze chiamano inevitabilmente in causa un intervento assicurativo pubblico.

Né questo intervento avrebbe potuto configurarsi in forma diversa, ad esempio per mezzo di garanzie FS a valore sul patrimonio immobiliare, in quanto non vi sono ancora sufficienti certezze sul grado di utilizzabilità di questa forma di garanzia, sia per i problemi giuridici che intercorrono all'interno della triangolazione Demanio dello Stato-Ferrovie-Metropolis, sia perché le attività di "securization" (mercato dei titoli di credito sulle proprietà immobiliari date a garanzia) presentano dimensioni estremamente contenute.

Spero di avervi dato sufficienti strumenti di comprensione della innovativa esperienza che, tra innumerevoli difficoltà, stiamo cercando di consolidare e sviluppare allo scopo di realizzare un progetto di interesse nazionale.

GIANFRANCO IMPERATORI, *Presidente Mediocredito Centrale*

Porterò anch'io una testimonianza. In precedenza veniva ricordato che fra le istituzioni finanziarie che operano nel settore del *project financing* il Mediocredito Centrale è la prima banca italiana e la 48<sup>a</sup> nel Mondo. Dal 21 aprile scorso siamo diventati una società per azioni e, da quella data, siamo presenti nel mondo con ben undici progetti di *project financing*. Il sistema bancario italiano dunque è presente all'estero poiché vi sono più opportunità in Pakistan o in Sud America che non in Italia. Tuttavia il *project financing* è possibile anche nel nostro Paese.

Con la costituzione in società per azioni il Mediocredito centrale ha cercato di darsi una missione. Per la sua caratterizzazione pubblica, abbiamo individuato una missione particolare, quella di assistere le imprese italiane in un settore quale quello delle infrastrutture che ci sembrava abbastanza scoperto.

Con dei dati, vorrei provare a considerare cosa si potrà fare in Italia.

Cito al riguardo una iniziativa conclusa: quella, in collaborazione con la Banca Commerciale ed Efibanca, e relativa alla realizzazione nel porto di Gioia Tauro di un "Container Terminal". Un finanziamento che ha seguito la metodologia ed i criteri del *project finance*: si è isolato il progetto, si è modulato il credito secondo il cash flow, si è creato il security package, ossia il sistema di garanzia. Un'operazione, che ci consente di provare come la finanza innovativa possa essere applicata in Italia e possa esserlo anche a Gioia Tauro, dove le incertezze raggiungono punte particolarmente elevate per una iniziativa di questo tipo.

Il progetto era stato presentato da una società che si colloca ai primi posti in Europa nel campo del trasporto marittimo dei containers: la Contship Italia S.p.A., nella quale il gruppo Mediocredito Centrale ha assunto una partecipazione azionaria nel capitale. La Merchant bank Sofipa non aveva escluso di poter partecipare direttamente al capitale di rischio di questa società, quindi conoscevamo l'imprenditore. Quando questi intravide la possibilità che Gioia Tauro diventasse il porto containers del Mediterraneo noi gli abbiamo creduto, e insieme alla Commerciale e ad Efibanca siamo entrati in questa iniziativa. Reputavamo che avesse notevoli capacità di rappresentare una svolta fondamentale per quella regione. Da qui è nato un esempio concreto di "quasi" project finance.

Incalza ricordava la mia relazione fatta nei giorni scorsi alla TAV, dove avevo sottolineato sul fatto che la TAV non era un esempio classico di project finance. Oggi concordo pienamente con lui sul fatto che ci vorrebbero numerosi esempi di questo genere in Italia, perché questo è un percorso lento, difficile, per cui tutti i casi vanno esplorati.

Insieme ad Efibanca e Comit abbiamo dunque esplorato Gioia Tauro e oggi siamo soddisfatti; di non doverci ricredere sulla validità di questa esperienza. Poiché si tratta, fra l'altro, di un'attività di "trashipment" (vale a dire un'attività commerciale di scarico e carico di containers da navi grandi a navi piccole, con lo scopo di ridurre il numero degli scali nelle rotte delle grandi navi porta-containers) che, oltre a prefigurare per il Mediterraneo centrale una crescita della domanda non inferiore al 20% annuo, ha il grande merito di poter attivare un indotto molto consistente in termini di servizi portuali (società di rimorchiatori, servizi di stoccaggio e di bunkeraggio), di servizi alle linee di navigazione (officine di manutenzione/riparazione, forniture di bordo, ecc.) e di servizi extra portuali in genere (trasporti, servizi vari di banca, commerciali, assicurativi, logistici, ecc.).

Il project finance ha trovato le sue prime applicazioni nel settore della cogenerazione, sia rispetto agli investimenti in impianti di estrazione, raffinazione e distribuzione dei prodotti petroliferi che nel settore dell'"energia pulita".

È stato calcolato che l'Enel dovrà trasferire a carico dei privati la realizzazione e il finanziamento di nuovi investimenti per almeno 20.000 miliardi, gran parte dei quali saranno realizzati attraverso tecniche di project finance. E sarà quindi proprio nel campo della cogenerazione che si prospettano ancora le maggiori opportunità di applicazione di questa tecnica.

Un altro settore d'applicazione è quello del "ciclo delle acque", dove si stimano investimenti per 6/7.000 miliardi all'anno.

Ma possono intravedersi numerose altre applicazioni di questa tecnica, anche al di fuori di quelli che sono stati finora i suoi abituali campi di sperimentazione. Ad esempio, si è accennato alla possibilità di estendere il project finance alle zone alluvionate. Perché infatti non cogliere una occasione come questa e trasformare un dramma (per una parte, ovviamente, senza dover applicare questa tecnica a tutti i danni sofferti, indiscriminatamente) in un'opportunità in più di sperimentazione? In proposito, abbiamo anche inventariato due o tre infrastrutture in Piemonte che, secondo noi, potrebbero essere affrontate nel medio periodo con le tecniche del project finance, anche se corretto in qualche modo dall'intervento pubblico per la parte di sua competenza.

Orbene, posso oggi affermare con una certa soddisfazione che quella iniziale intuizione di poter trasformare un dramma in una ulteriore occasione di sperimentazione per il project finance, ha trovato puntuale considerazione e accoglimento all'interno del decreto legge pro alluvionati (d.l. 24 novembre 1994, n. 646), là dove si afferma che, per favorire la ricostruzione nelle zone colpite dalle eccezionali avversità atmosferiche del novembre scorso, è data facoltà alle Amministrazioni interessate di poter ricorrere anche a forme di "autofinanziamento".

Altro motivo di soddisfazione è poi l'essere riusciti a far inserire il finanziamento privato di opere pubbliche nel disegno di legge Radice di riforma della legge Merloni. Non è stata impresa semplice, anche se - devo ammettere - non ancora sufficiente per poter lanciare anche in Italia la pratica del finanziamento privato delle opere pubbliche.

Perché ciò avvenga occorre infatti che siano prima realizzate tre condizioni: la creazione, presso lo stesso Ministero dei lavori pubblici, di un "*project financing unit*", sul modello del Ministero del tesoro in-

glese; un mutato atteggiamento delle banche, finora abituate al credito fondiario ed edilizio; un diverso atteggiamento delle imprese di costruzione che dovrebbero accettare la sfida di passare da un mercato pubblico, definito e a bassa concorrenza, ad un mercato misto pubblico-privato ad alta concorrenzialità.

Comunque, a prescindere dal cammino che occorre ancora intraprendere per poter parlare di una affermazione del project finance in Italia, ritengo che l'essere riusciti a far inserire, in due distinti provvedimenti di legge, anche la sola previsione di un finanziamento privato delle opere pubbliche costituisca un segnale, un passo importante nella direzione auspicata.

E vengo ora al Mezzogiorno d'Italia, dove questa tecnica, se applicata, potrebbe rilevarsi la carta vincente.

Giorni fa l'Ufficio Studi del Mediocredito Centrale faceva dei calcoli - successivamente confermati dalla Banca d'Italia - da cui risultava che, su 100 lire di deposito al Nord, si effettuano 84 lire di impieghi contro le 63 al Sud. Ma non solo: nel Nord si concentra il 59,5% degli impieghi nazionali contro il 17% del Sud. Ciò nonostante, il Sud abbia un rapporto sofferenze/impieghi doppio rispetto al Nord: 8,6% contro il 3,6% (dati Bankitalia).

In base a questi dati non è difficile ipotizzare che una quota non trascurabile del risparmio meridionale vada a finanziare economia del Nord.

Questa situazione peraltro non è modificabile a breve: agendo solo sugli impieghi verso il settore privato (imprese), l'alto tasso di sofferenze scoraggia il dilatare del credito verso il settore privato.

Ma, se i 20 punti di divario nel rapporto impieghi/depositi fra Nord e Sud venissero impiegati in *project financing* per le grandi infrastrutture, potremmo avere circa 40.000 miliardi disponibili per finanziare l'infrastrutturazione del Mezzogiorno agendo solo su risorse finanziarie endogene: le banche locali, che potrebbero promuovere le idee, per il cui finanziamento possono poi intervenire anche le grandi istituzioni finanziarie, lo stesso Mediocredito e/o finanziatori internazionali.

Ecco dunque delinearsi il ruolo del sistema bancario che, soprattutto in questo contesto, si rivela determinante.

Il Consorzio Roma Capitale, nato come strumento di promozione e di finanziamento per i grandi interventi infrastrutturali della Capitale, ha già ottenuto quattro lettere di incarico, ma vi assicuro che è stato uno sforzo immane riuscire ad approcciare il *project financing* in una città come Roma. Questo dimostra quale è la strada che il sistema bancario deve seguire, con pazienza, per non correre il rischio di trovarsi spiazzato sul fronte delle opere pubbliche o delle infrastrutture.

La logica dell'appalto, infatti, può ormai dirsi drammaticamente finita: occorre entrare in quella del capitale di rischio. La finanza pubblica non avrà molto spazio.

Questa sarà il terreno che dovrà vedere le banche protagoniste, anche se sarà necessario accompagnare gli enti locali, gli imprenditori, per convincerli, passo dopo passo, sulle opportunità del project finance.

È un passaggio obbligato, nel quale il sistema bancario può trovare ampia soddisfazione nel medio periodo; è una situazione alternativa al classico finanziamento che fino a poco tempo fa avveniva per le opere pubbliche e che oggi, invece, deve avvenire per le infrastrutture.

Ho voluto fornire una testimonianza molto veloce di quanto è stato fatto e di quello che in questo campo si può ancora fare.

Ritengo tuttavia che, da tutta questa mia digressione sul tema, posano enuclearsi alcuni punti fermi, quali:

- il finanziamento privato delle infrastrutture appare oggi l'unica strada percorribile per riattivare non solo la dotazione infrastrutturale del Paese ma anche per contribuire alla ripresa e all'occupazione;
- le condizioni "esterne" sono buone: esiste un mercato interno ed esterno di capitali interessati a questa tecnica di finanziamento;
- le condizioni del mercato delle imprese - che hanno conosciuto nel triennio 1991-94 un calo di lavori stimabile in oltre 38.000 miliardi, pari ad oltre il 21% degli investimenti - si mostrano favorevoli all'introduzione di nuove tecniche di finanziamento;
- la legislazione attuale - per quanto più aperta all'introduzione di nuovi strumenti per il finanziamento delle opere pubbliche - non è ancora sufficiente ad un pieno sviluppo del project finance;

- il sistema finanziario è quasi assente dal settore sul mercato interno.

Al Mediocredito centrale viene riconosciuta una alta professionalità rispetto alla media delle banche italiane nel campo del project finance, nonostante la nostra struttura operi da poco più di due anni.

Il motivo è semplice: lavoriamo sull'estero e in un anno abbiamo sottoscritto o sindacato operazioni di project finance per oltre 1.000 miliardi di lire.

Compito del nuovo governo sarà dunque di costruire le “regole del gioco” per il finanziamento privato delle infrastrutture.

Ed è un gioco che dovremo imparare presto, allenandoci eventualmente con i campioni internazionali della materia, se vogliamo colmare il gap infrastrutturale esistente a contribuire in concreto alla ripresa economica del nostro Paese.

FABIO CECCHI PAONE, *Direttore Generale FIDIMI Consulting*

Volevo portare una testimonianza di presenza di professionalità nel campo del *project financing*; il professor Imperatori mi conosce, dirigo la Fidimi Consulting, che è una società del gruppo IMI specializzata in studi di fattibilità, valutazione di investimenti, di rischi e così via. La nostra società opera da una ventina di anni in Italia, ma negli ultimi tempi, in particolare nel 1990, il *project financing* è entrato appunto in quello che è il nostro capo di azione. Noi abbiamo esaminato numerosi progetti e per conto di diversi organismi; chi si rivolge ad un gruppo professionale? Ci si rivolge lo sponsor per la messa a punto del suo progetto; l'organismo finanziatore per una verifica di questo progetto; in particolare in Italia vi si rivolge la SACE per la valutazione del grado di rischio per la copertura di questo investimento.

Il nostro è un gruppo di una decina di professionisti; il professor Imperatori parlava prima di una dozzina di giovani professionisti formati non in Inghilterra; i nostri sono formati in Inghilterra ma hanno una grossa esperienza internazionale in quanto i nostri clienti tradizionali prima che in Italia nel campo del *project financing* sono stati e sono tuttora la CEE, la IFC, di cui il professor Sarcinelli ha parlato prima, per il quale noi abbiamo fatto e stiamo facendo studi di fattibilità e di valutazione di opportunità per joint venture in *project financing*, nel campo delle infrastrutture. Operiamo in diversi campi, che possono andare dalle infrastrutture o anche all'investimento in un settore puramente industriale oppure, nel caso particolare, di cui avete letto sui giornali, un caso specifico, una nave degli Stati Uniti che debba essere ristrutturata in *project financing* e dedicata ad attività turistica.

Ma volevo dire che in Italia esistono già società come la nostra che da anni si interessano per conto di organismi italiani. Ovviamente la nostra capogruppo è l'IMI, la Chemical Bank di cui siamo ottimi consulenti, la Morgan Stanley, il Banco di Napoli International, il Mediocredito centrale con cui in varie occasioni abbiamo collaborato, quindi esistiamo e c'è già una professionalità.

STEFANO SANDRI, *Esperto Mediocredito Centrale*

Vorrei fare quattro considerazioni sugli argomenti che ho ascoltato la prima riguarda l'attitudine e la cultura delle banche italiane, anche di quelle di investimento, in rapporto alle banche internazionali. Non solo voglio parlare di attitudine e di cultura ma anche di risorse tecniche, idonee per perseguire studi e information memorandum costruiti secondo le regole del *project financing* che, come voi sapete, sono ormai le principali nel sistema dell'investment banking internazionale.

Nella mia esperienza personale, di lavoro con banche italiane, ho riscontrato che anche grandi banche italiane, se poste a confronto con banche estere anche di ben minore dimensione, hanno ovviamente una cultura e risorse interne molto più limitate. Questo che cosa comporta? Un fatto a mio giudizio molto significativo e molto importante a lungo termine. Le banche internazionali in questo momento stanno vistosamente coprendo tutti gli spazi, per esempio nei paesi dell'est europeo, Russia compresa, per fare gli advisors di grandi progetti di investimento. Ovviamente fungeranno da traino per le imprese che lì dovranno investire.

Questo aspetto è di fondamentale importanza perché perdiamo in termini di competitività internazionale. Prima osservazione. Devo dire che ho delle esperienze personali di partecipazione insieme alle banche e spesso entriamo nelle short lists ma difficilmente vinciamo queste gare, indette dalle grandi banche internazionali, di finanziamento delle attività di privatizzazione, di advising per le attività di post privatizzazio-

ne. Allora accade che poi le imprese italiane non vanno e, conseguentemente, noi rischiamo di essere emarginati dalla competizione internazionale nei paesi nuovi che sono l'avvenire del mercato.

È fondamentale, quindi, che vi sia una rapida capacità del sistema bancario italiano di attrezzarsi in modo convincente. Bene ha fatto il professor Imperatori: credo sia stata una delle prime banche che ha dato molta enfasi, molto respiro a questo tipo di attività.

Seconda considerazione. Non so fino a che punto noi possiamo immaginare che il *project financing* sia un modello chiuso, è un modello aperto che si presta ad interpretazioni diversificate, ma che ha delle caratteristiche di fondo, una delle quali la voglio sottolineare in modo particolare, richiede un rigore nell'analisi economica e nell'analisi finanziaria che può portare solo per questo fatto ad una grossa crescita di cultura tecnica. Allora ben venga il project financing da questo punto di vista, rispetto ad un passato nel quale, devo dirlo, in tantissimi casi, la cultura tecnica nell'analisi economica di progetto è molto deficitaria.

Allora, proprio per la sua interna costruzione il *project financing* avrà almeno il pregio di costringere tutti gli operatori ad aumentare la propria cultura tecnica. Questo è molto importante perché abbiamo fatto in passato investimenti privi di qualunque supporto rigoroso. Non è tanto un problema di ordine finanziario se non per la scelta dei tassi di attualizzazione, ma è un problema economico, cioè è l'analisi economica dei progetti, ricavi e costi che non abbiamo mai fatto in modo molto rigoroso. Penso alle imprese a partecipazione statale, penso a tante aziende private, penso alle banche che le hanno accompagnate, senza avere una cultura tecnica sufficientemente rigorosa. Oggi c'è la possibilità che attraverso questo strumento aumenti la cultura tecnica e questo è un fatto molto importante.

Altro problema che invece riguarda, in questo caso, la questione della legge sui lavori pubblici. Il project financing ha un aspetto molto significativo in sé, vale a dire, non accetta che vi sia un superdimensionamento dei costi di costruzione delle infrastrutture per un motivo molto semplice, perché evidentemente i flussi di cassa della gestione operativa, anche se elevati, non potrebbero sopportare di avere dei flussi di investimento negativi nelle fasi iniziali che siano sovradimensionati,

pena, evidentemente, lo scadimento della validità economica dei progetti e quindi la non bancabilità degli stessi.

Questo che cosa comporta? Che tutto il settore delle imprese di costruzione italiane, dovendosi misurare con questa nuova problematica, dovrà ristrutturarsi se questa questa nuova metodologia di intervento dovesse davvero prendere corpo, dovrà cioè ristrutturarsi e tutto un settore industriale potrebbe riceverne a questo riguardo benefiche conseguenze, visto che fino ad ora non ha mai operato in condizioni di competitività internazionale, ma in un mercato sostanzialmente protetto.

MANRICO DONATI, *Consigliere CNEL*

Vorrei richiamare l'attenzione sull'intervento svolto dall'Ing. Incalza per sottolineare i gravi limiti della Pubblica Amministrazione per l'attuazione di operazioni relative al project-financing. In realtà deve ancora crescere nel settore pubblico una classe dirigente con capacità e spirito di maggiore imprenditorialità. Si tratta di passare emblematicamente dalla cosiddetta filosofia dell'appalto alla cultura degli investimenti. In un recente incontro al CNEL della Commissione Regioni e Autonomie Locali - prendendo lo spunto dall'Accordo Stato-Regioni per il compimento delle opere infrastrutturali abbiamo constatato le difficoltà che permangono per l'accelerazione della spesa e lo sviluppo degli investimenti. Soltanto nella regione Toscana l'Accordo ha portato ad una significativa velocizzazione della spesa ed a più rapido compimento delle opere avviate.

Nella regione Calabria, mentre la gran parte delle opere infrastrutturali restano incompiute, si è invece avuto un importante esempio di *project-financing* a Gioia Tauro, pur senza dimenticare la convergenza di interessi imprenditoriali, armatoriali e finanziari che ha fortemente contribuito alla realizzazione del progetto.

Le difficoltà, tuttavia, non si limitano al settore pubblico perché anche nel privato, ad esempio tra sistema bancario e imprenditori manca ancora un rapporto di tipo tecnico-fisiologico.

Il merito del credito resta ancora troppo legato alle garanzie reali, mentre il *project-financing* richiede di finanziare operazioni a rischio il cui profitto sia legato alla realizzazione del progetto.

Infine, concludo, è un fatto positivo che il *project-financing* sia stato recepito per legge, purché la regolamentazione attuativa sia snella e favorisca in concreto uno “strumento” così importante ed innovativo per la realizzazione dei grandi sistemi infrastrutturali.

ANTONIO CANINI, *Ufficio Studi ANCE*

Una domanda al professor Sarcinelli.

Si è parlato molto di giovani esperti, di manager, particolarmente bravi nel *project financing*, giovani formati all'estero, blasonati proprio per questa esperienza presso grandi banche internazionali; poi però si tratta di realizzare opere in Italia che debbono essere inserite in un tessuto ben preciso, in una struttura amministrativa che noi conosciamo benissimo, su un territorio con determinati problemi quali quelli italiani e anche con tutti i problemi che comporta costruire o realizzare opere sul territorio italiano.

In questo penso che una certa esperienza vada riconosciuta a quelli che fin dal 31 dicembre 1993 si chiamavano gli istituti di credito speciale, o istituti a medio-lungo termine, in particolare quelli fondiari.

Le rivolgo questa domanda professore, perché la banca che lei presiede sta per assumere proprio questo assetto organizzativo di banca universale. Non c'è il rischio che in questo assetto di banca universale, quindi di banca a tutto tondo, a 360 gradi, vengano a perdersi poi proprio quelle specificità e quelle peculiarità di questi istituti, in particolare di quella che era la sessione speciale di credito fondiario della BNL, nel caso specifico, che erano particolarmente esperti nel valutare le opere pubbliche.

MARIO SARCINELLI

Comincio col rispondere alla domanda molto interessante posta dal funzionario dell'ANCE. Vorrei subito dire che il problema da Lei sollevato ce lo siamo posti prima di decidere la fusione delle due banche di credito ex speciale, il credito fondiario e il credito industriale, nella BNL. Come l'abbiamo risolto? Istituendo all'interno della banca due divisioni di prodotto. La BNL fondamentalemente si connota all'interno dell'amministrazione centrale con tre forme organizzatorie: quella dei servizi che hanno funzione di *staff*; quella delle direzioni che hanno funzione di amministrazione delle risorse e in qualche caso anche di prodotto e le divisioni che hanno responsabilità di prodotto.

Vorrei evitare di fare pubblicità alla BNL o alla sua amministrazione centrale; se vi indulgessi tutti i presidenti di banche qui presenti dovrebbero avere la stessa opportunità. Avendo introdotto, però, questa modifica da poco, credo sia utile conoscere che la peculiarità del credito fondiario sarà preservata dalla divisione di prodotto e altrettanto avverrà per il credito industriale.

Nella mia relazione ho affermato che il *project financing* farà capo alla Divisione Credito Industriale; alcuni progetti di questo tipo di cui si sta parlando, per esempio, nell'ambito del Consorzio per Roma Capitale sono in effetti delle operazioni che, viste nella maniera tradizionale italiana, potrebbero essere classificate di credito fondiario. Ebbene, esse non saranno trattate dalla Divisione Credito Fondiario ma da quella per il credito industriale; perché? Per la semplice ragione che la cultura del credito fondiario in Italia è basata necessariamente sulla garanzia rap-

presentata dal bene immobile che viene ipotecato. I progetti cui ho alluso si collocano all'altro estremo della bancabilità, quello basato sul flusso di cassa dell'iniziativa. Quindi, è inutile affidarli ai gestori del credito fondiario i quali dovrebbero inventarsi una nuova cultura mettendoci degli anni e sicuramente diventando incapaci di fare il credito fondiario tradizionalmente inteso. Perciò, il prodotto che la Divisione Credito Fondiario gestirà sarà quello tradizionale, mentre nella Divisione Credito Industriale si dovrà sviluppare una capacità a tutto tondo di finanziare non solo l'impresa, come è avvenuto fino ad oggi, ma anche il progetto indipendentemente dal settore: sia esso un progetto di co-generazione elettrica o un'iniziativa per la Città della Musica.

Ritengo che la struttura che ci siamo dati in BNL abbia tenuto debitamente conto della Sua osservazione. Mi auguro soltanto che l'esperienza dia ragione a me e rassicuri Lei.

Il dottor Carrubba, molto cortesemente, ha chiesto anche a me di intervenire su ciò che è stato detto; vorrei cominciare ringraziando tutti coloro che sono intervenuti alla tavola rotonda perché mi hanno insegnato molto, soprattutto l'importanza da assegnare ad alcuni aspetti che pur ho citato nella mia relazione, ma la cui profondità non avevo misurato appieno.

Vorrei fare tre commenti intorno a tre argomenti; il *project financing* implica un mutamento di cultura o un problema di azione? Esso richiede un intervento legislativo o un approccio contrattuale? Ed ancora, richiede lo studio della storia o la ricerca della innovazione? Cominciamo con ordine dal primo argomento.

Il dottor Ferroni acutamente ha detto che bisogna cambiare la cultura, bisogna cominciare a predicare il nuovo verbo; non voglio dire che sia inutile, dico soltanto che è costoso in termini di tempo ed è tale anche in termini di risorse. Mi rifaccio a quanto ha affermato l'IFC, cioè che esiste una capacità di catalisi dei progetti: è sufficiente realizzarne uno o due perché si abbiano sostanziali effetti dimostrativi tali da spingere nella direzione desiderata. Questa strada è più rapida e più economica che modificare un ambiente che per gli ultimi 40-50 anni o forse più è stato abbastanza stantio, poco innovativo, certamente pigro.

Credo sia inutile investire risorse nella cultura, se vogliamo avere risultati a breve termine. Certo, la cultura è importante e non possiamo non fare un'opera di proselitismo e di divulgazione. Questa, però, non può essere fatta in astratto. Quindi, seguendo l'esperienza dell'IFC la mia risposta è: cominciamo con qualche cosa di concreto, cerchiamo di mettere su una o due operazioni non faraoniche, non particolarmente grandi, cerchiamo di impostarle secondo una corretta tecnica di *project financing* sviluppando lo studio di quei parametri economici che purtroppo nell'opera pubblica italiana sono l'ultima cosa che viene fatta, seppure viene fatta.

Il secondo tema mi è stato suggerito dalle interessanti considerazioni che ha fatto il professor Marzano il quale, purtroppo, ci ha dovuto lasciare anzitempo: dobbiamo fare affidamento su un intervento legislativo o su un approccio contrattuale? Egli ha detto di non essere un giurista, né lo sono io, quindi ambedue parliamo non essendo *domini* della materia, anche se io ho una laurea in legge.

Ebbene, l'approccio contrattuale, che viene soprattutto sottolineato dalle banche estere, riflette fondamentalmente il diverso regime giuridico dei paesi anglosassoni basati sulla *common law* e privi di solito di un ben sviluppato diritto amministrativo. Anche in questo caso non dico che l'evoluzione del diritto italiano non possa essere nel senso di mutuare elementi di *common law* e svilupparsi anche per via giudiziaria. In campo penale lo stiamo già sperimentando.....

La mia sensazione è che anche per questo aspetto, se prendiamo la strada lunga, non so quando arriveremo, soprattutto non so se arriveremo. Quindi, l'alternativa è l'intervento legislativo. Però, attenzione! Questo intervento deve essere teso più a deregolamentare che a prescrivere come si deve fare. Perché così si rischia di "proceduralizzare", cioè di rendere ancora più amministrativa una cultura che è già fortemente tale. Quindi l'intervento legislativo deve tendere a dare una capacità all'amministrazione di poter interloquire, non a stabilire una serie di procedure e di vincoli, eccetto quelli indispensabili, ad esempio in materia ecologica.

Inoltre, questi interventi legislativi nei limiti del possibile debbono essere di tipo generale; in Italia quando si vuole fare qualcosa in fretta

si dice: Adesso parlo con il mio amico deputato al Parlamento, gli dò un bel progetto di legge (tutte le associazioni di categoria lo fanno in maniera sistematica) e facciamo approvare la “leggina”. Questo è un meccanismo non solo diseducativo, ma altamente rischioso per il *project financing*: è vero che una leggina può facilitarlo, ma lo può anche uccidere. Un’opera pubblica che venga basata su una leggina può allo stesso modo essere posta nel nulla da una modifica a quella legge. Stamattina il Sole-24 Ore stampava nell’articolo di apertura che la Corte Costituzionale si avvia a dichiarare la legittimità solo parziale della legge Mammì. Immaginate il cataclisma che provocherà la caduta del sistema di concessioni radiotelevisive se le fonti di questo giornale si riveleranno corrette.

Vengo ora al terzo aspetto: per il *project financing*, dobbiamo studiare la storia o inseguire l’innovazione? Sono dell’opinione che se studiasimo un po’ di più la storia scopriremmo molte cose. L’ingegner Incalza si è appunto riferito a un episodio storico dell’800 invocando il conte di Cavour. Vorrei citarne altri due abbastanza interessanti, uno tratto dalla storia dell’unificazione italiana e l’altro dalla cronaca più recente. Il primo si riferisce alle costruzioni ferroviarie nel nostro Paese. La concessione all’industria privata della costruzione e della gestione della rete ferroviaria nel Mezzogiorno decisa con legge del 1862 avvenne con modalità non proprio trasparenti. Nel Parlamento del Regno d’Italia sonò la voce dell’opposizione chiamando Pietro Bastogi, ex ministro delle finanze e tesoro, a spiegare se egli era il promotore di una società che voleva entrare in affari con lo Stato, in alternativa all’iniziativa negoziata dal Governo con i finanzieri Rotschild e Talabot. Il Parlamento approvò la convenzione proposta dal Bastogi, che dette il suo nome a quella finanziaria che ancora oggi porta il suo nome. Il conflitto di interessi, come vedete, è un po’ vecchio nel nostro sistema.....

L’esempio più recente è quello autostradale; le autostrade si può dire che siano state realizzate, come il dottor Cassaro ci ricordava, con una sorta di *project financing*. Ebbene, il peccato più grosso che è stato commesso in alcune delle autostrade (e sottolineo alcune) è stato quello di immaginare flussi di cassa impossibili, data la velocità degli autoveicoli e la capienza dell’autostrada.

Ho richiamato quest'ultimo episodio per sottolineare che la possibilità di "peccare" nell'ambito del *project financing* è enorme; e chiaro che se c'è una garanzia dello Stato o si confida comunque nella capacità e nella volontà dello Stato di intervenire, il *project financing* non è uno strumento di disciplina, come giustamente è stato richiamato, ma soltanto un'altra delle varianti per attingere a piene mani al pubblico denaro.

Infine, dobbiamo studiare le innovazioni estere? Senz'altro. Oltre che dalla storia patria abbiamo molto da imparare dall'esperienza altrui, ma più nei dettagli che nella sostanza, per il semplice motivo che la banca è stata inventata in questo Paese. Il limite per l'Italia non è la scarsità di conoscenza o di esperienza sul campo, è lo Stato provvidenza o interventista. Perciò, la cura è l'arretramento dello Stato, non certamente la scomparsa del medesimo dall'economia che sarebbe errore gravissimo. Soprattutto, lo Stato non deve correre in soccorso di chi ha sbagliato o, peggio ancora, ha coscientemente corso rischi in proprio.

Se lo Stato farà ciò, ed è sufficiente a mio avviso che lo dica chiaramente in un qualsiasi intervento legislativo propiziato del "nuovo corso", perché il *project financing*, quello serio, possa fiorire ed esercitare l'autodisciplina.

È stato anche detto che ci sono molte opere incompiute in Calabria o comunque nel Mezzogiorno d'Italia; è verissimo, ma ciò deriva dal fatto che l'opera pubblica è stata sempre interpretata come una fonte di reddito per chi vi lavora, non come un investimento che deve erogare servizi. Più dura la sua realizzazione, meglio è: la ricostruzione di Messina dal terremoto del 1908 è stata presente nel bilancio dello Stato italiano fino a pochi anni or sono e forse non è ancora scomparsa.

È inutile, nel ricercare il perché da noi non si è ancora sviluppato il *project financing*, addossare la responsabilità alle banche; vi assicuro che domani mattina esse potrebbero reclutare tutti i migliori specialisti, se ciò fosse necessario, o almeno ricorrere alla consulenza di ottime società di consulenza che pure in Italia esistono. Il problema è: si vuole che il ricorso al *project financing* risolva almeno in parte i problemi dell'infrastruttura italiana o diventi soltanto un'altra maniera in cui, questa volta in nome del privato, si saccheggia il pubblico erario?

A voi la risposta, signori.

## CONCLUSIONI

SANTE BIANCHINI, *Vice Presidente CNEL*

È doveroso il ringraziamento, a nome del CNEL, ai partecipanti, a coloro che hanno discusso nella tavola rotonda ed al relatore, professor Sarcinelli, particolarmente apprezzato da noi tutti.

Questo seminario era mirato alle infrastrutture di trasporto e più esattamente, volendo esaminare il *project financing*, alle modalità ed alle condizioni di partecipazione del capitale privato. A me sembra che siano emerse, al di là di alcune diversità di approccio, alcune esigenze fondamentali. Allorquando ci poniamo il problema della partecipazione del capitale privato, viene subito in evidenza la necessità di avere strumenti adatti e perfezionati; altrettanto avviene quando parliamo di privatizzazione parziale o totale della proprietà, e financo per l'organizzazione in Spa di imprese di proprietà pubblica.

Questi strumenti, in un dibattito, possono incorrere in definizioni che arrivano ad includere anche forme discutibili di esperienze che ben poco hanno a che vedere con forme corrette di partecipazione del capitale privato. Mi riferisco proprio al *project financing* ed alle sue caratteristiche che, per quanto perfezionabili ed estensibili, debbono rispettare alcuni capisaldi che connotano questo strumento. Vi è una notevole diversità fra un progetto finanziario che preveda la partecipazione del capitale privato in un regime di rischi e di rendimenti, ed un prestito dei privati allo Stato con garanzia e pagamento di interessi. Questa distinzione, al di là delle definizioni, dobbiamo mantenerla ed evidenziarla.

Sembra anche di poter affermare che questa tecnica di progetto finanziario di cui abbiamo oggi discusso, possa determinare delle conseguenze positive che vanno oltre la realizzazione delle opere: si pensi alla politica tariffaria e alla modalità con la quale l'istituzione pubblica si colloca di fronte alle esigenze, vere o presunte, di investimento. L'ingresso del capitale di rischio nelle infrastrutturazioni è auspicabile come elemento di maggior serietà, per un esame più attento delle redditività, per la verifica del mercato e della domanda di mobilità che si può realisticamente soddisfare su determinate relazioni.

Non certo per ragioni di piaggeria, mi sembra che i buoni esempi invocati dal relatore, siano auspicabili e consentano un superamento "de facto" dei ritardi. Certo occorre sceglierli questi buoni esempi. Uno di questi potrebbe essere rappresentato dall'utilizzazione del Piano Delors sulle infrastrutture che interessano il nostro Paese, al fine di determinare le condizioni per avvalercene.

Non desidero citare tutti i progetti o le disponibilità comunitarie che l'Italia non utilizza o utilizza in modo disordinato, allorquando percepiamo la minaccia che le risorse non saranno più a nostra disposizione.

Per quanto riguarda la TAV, ritengo che essa possa, in un certo senso, essere definita un *project financing* atipico e che vada comunque difesa perché è l'unica grande esperienza che sta tentando il nostro Paese con l'intervento del capitale privato. Per questa ragione, il progetto ferroviario del quadruplicamento veloce, per il CNEL deve essere accelerato, altrimenti i costi, i mille permessi, le migliaia di Comuni che fanno bello questo Paese, ma che lo fanno anche un po' complicato, determineranno ripercussioni pesanti proprio sulla redditività del progetto.

Per ciò che riguarda le aree metropolitane, dall'esame del Conto Nazionale Trasporti, non emerge la possibilità di privatizzare le aziende di trasporto pubblico urbano con l'intervento del capitale privato. Emerge, invece, un'opportunità crescente di partecipazione del capitale privato stesso nei parcheggi e nelle metropolitane. L'Italia ha 103 Km di metropolitana, siamo il fanalino di coda d'Europa e, tuttavia, i conti economici, gli indicatori di domanda soddisfatta e di domanda potenziale delle metropolitane italiane, dicono che questo è un settore, oltre a quello degli aeroporti, dove il capitale privato potrebbe intervenire ed ottenere un ritorno economico.

Mi sia consentito, infine, di rilevare come la qualità dei problemi trattati e l'approfondimento condotto rappresentino un notevole contributo all'intervento del capitale privato e all'individuazione delle condizioni che è necessario determinare perché esso avvenga in questo campo, anche nel rispetto dell'interesse generale.

## APPENDICE

## Tav. 1 - Le tecniche di project financing

### I più comuni schemi utilizzati

*Il project financing non si riferisce ad un'unica tecnica ben precisa di finanziamento, ma ad un insieme di possibilità di strutturazione del finanziamento di un progetto di investimento pressoché infinite che tuttavia si ispirano ad alcuni principi base, fra cui il più rilevante è che l'opera si deve autofinanziare. Si presentano di seguito le forme tecniche più comunemente utilizzate.*

#### BUILD-OPERATE TRANSFER (B.O.T.)

Il soggetto pubblico interessato a realizzare un'opera pubblica rilascia ad una società privata o mista una concessione di costruzione e gestione che consenta a tale società di: realizzare l'opera, gestirla nel corso del periodo di concessione, ottenendo una adeguata remunerazione del capitale, e trasferirla, infine, al soggetto pubblico al termine di tale periodo.

Comporta una privatizzazione parziale dell'opera da realizzare almeno finché essa non viene ritrasferita all'ente pubblico concedente.

L'intento principale è quello di coinvolgere il maggior numero possibile di investitori, ed in particolare i costruttori, nella totale copertura finanziaria del progetto, offrendo in contropartita un contratto di concessione per lo sfruttamento economico del progetto stesso e la vendita del servizio per un periodo mediamente compreso fra 20 e 30 anni (che può arrivare in alcuni casi fino a 50 anni).

Il settore pubblico non deve sostenere i costi dell'investimento, né fornire alcuna garanzia sovrana.

Si tratta della tecnica più comune utilizzata un po' ovunque negli ultimi anni, per progetti di tipo infrastrutturale ed industriale (piattaforme petrolifere, oleodotti, impianti petrolchimici, miniere, centrali idroelettriche, porti e autostrade).

Lo schema più frequente di operazione B.O.T., nella sua più recente evoluzione è rappresentato nella Tav. 2 che costituisce anche la formula base delle più note operazioni di *project financing*.

(segue tav. 1)

	<p>Esempi di tale tipo di operazione sono costituiti dai seguenti progetti: il Tunnel sotto la Manica, il ponte autostradale di Dartford sul Tamigi, il ponte sul Bosforo, il ponte del porto di Hong Kong, le metropolitane di Bangkok e Singapore, la linea ferroviaria ad alta velocità della Florida e le tre centrali elettriche del 2000 in Turchia, Pakistan e Malesia.</p>
<p>BUILD-OWN- OPERATE (B.O.O.)</p>	<p>Tipologia di operazione molto simile alla precedente da cui si differenzia per il fatto che, al termine del periodo di concessione, l'opera non viene necessariamente trasferita all'ente pubblico ma vengono rinegoziati gli accordi.</p> <p>L'eventuale proroga della concessione comporta un allungamento del periodo di privatizzazione che può arrivare a coprire l'intera vita dell'opera stessa.</p> <p>Un prolungamento dei termini della concessione - negoziato fra la società di <i>project financing</i> e l'Ente concedente - può consentire il miglioramento del profilo reddituale di un'operazione rivelatasi meno redditizia del previsto in seguito al materializzarsi di uno o più rischi che caratterizzano questo tipo di operazioni. Il caso italiano della "Variante di valico" ne costituisce un possibile esempio.</p>
<p>BUILD-OWN- OPERATE- SUBSIDIZE- TRANSFER (B.O.O.S.T.)</p>	<p>Lo schema di tale tecnica di <i>project financing</i> è assimilabile a quello del B.O.T. con la differenza che la fase costruttiva e gestionale sono accompagnate da un contributo pubblico (30-40% del costo dell'opera) reso necessario dalla natura stessa dell'opera, che diversamente non sarebbe in grado di generare un flusso di cassa sufficiente a svolgere il servizio di debito ed a remunerare adeguatamente il capitale investito.</p>
	<p>Si tratta di una forma di <i>project financing</i> finalizzata al finanziamento di opere di ristrutturazione di un impianto o di una infrastruttura.</p>

<p>(segue tav. 1)</p> <p>REHABILITATE- OPERATE- LEASEBACK (R.O.L.)</p>	<p>I promotori riabilitano l'impianto o l'infrastruttura, la gestiscono per un certo periodo - al fine di restituire i prestiti ottenuti per finanziare l'attività svolta e di ottenere un utile dall'operazione - ed infine la restituiscono al soggetto pubblico.</p>
<p>BUILD-LEASE- TRANSFER (B.L.T.)</p>	<p>Struttura di finanziamento delle opere pubbliche basata su un contratto di <i>leasing</i>. Molto utilizzata negli Stati Uniti ed in Gran Bretagna, ma pressoché sconosciuta in Italia (nell'ambito del finanziamento di opere pubbliche). Il locatore (società <i>leasing</i>) concede all'utilizzatore o locatario (l'operatore, in genere soggetto pubblico), che gli corrisponde un canone periodico, la disponibilità di un bene, acquistato o realizzato dalla società di <i>leasing</i> locatrice su indicazione e scelta dell'utilizzatore-locatario. Al termine del periodo previsto dal contratto l'utilizzatore può diventare proprietario del bene mediante il pagamento al concedente di un prezzo prestabilito. Il ricorso al <i>leasing</i> consente ai soggetti privati di svolgere il ruolo di promotori, progettisti e realizzatori dell'opera, la quale 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.</p>
<p>PRODUCTION PAYMENT</p>	<p>Forma particolare di finanziamento applicato quasi esclusivamente a progetti che prevedono l'estrazione di petrolio o lo sfruttamento di miniere con scarsa utilità per il finanziamento di opere pubbliche volte a fornire servizi di pubblica utilità. I finanziatori non finanziano né la casamadre promotrice del progetto, né la società operativa, bensì una società intermedia da loro controllata. (Es. progetto Forties Field cui si è già accennato). Il debito è rimborsato con i flussi di produzione.</p>

(segue tav. 1)

COFINANCING

Comprende qualunque tipo di operazioni che associa in un unico “pacchetto” i fondi di una istituzione multilaterale di sviluppo e quelle di altre categorie di operatori per il finanziamento di uno specifico progetto di investimento a favore di un paese emergente.

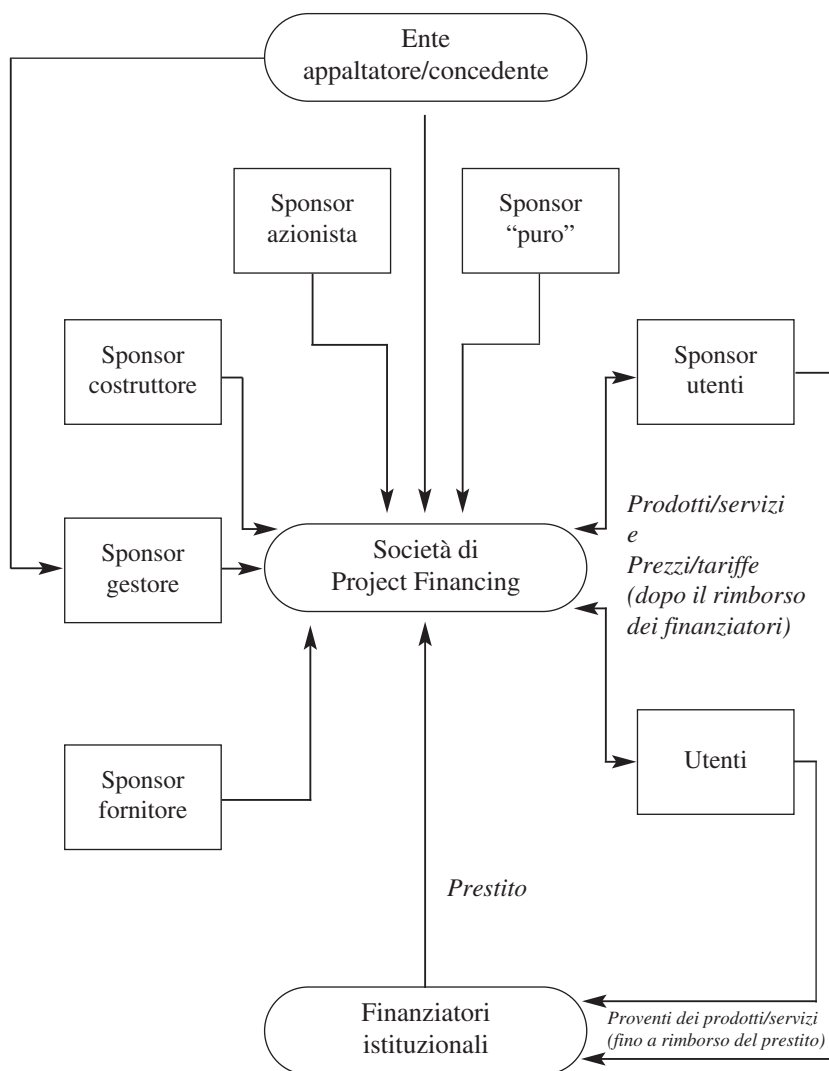
Forma particolare di *project financing* lanciata nei primi anni '70 dalla World Bank nell'ambito dei programmi generali di assistenza allo sviluppo dei Paesi emergenti che implica la partecipazione di più soggetti (istituzioni ufficiali quali agenzie governative, organismi multilaterali regionali ecc.; istituti di credito all'esportazione; istituzioni finanziarie private) al finanziamento di un'operazione promossa e organizzata dalla World Bank.

Il principio basilare sotteso al *cofinancing* è quello di fare leva sulla *expertises*, sull'autorità e sulle garanzie offerte dalla Work Bank ai *partner*, per attrarre capitali aggiuntivi verso i progetti di sviluppo prioritari e verso paesi con elevati fabbisogni finanziari.

---

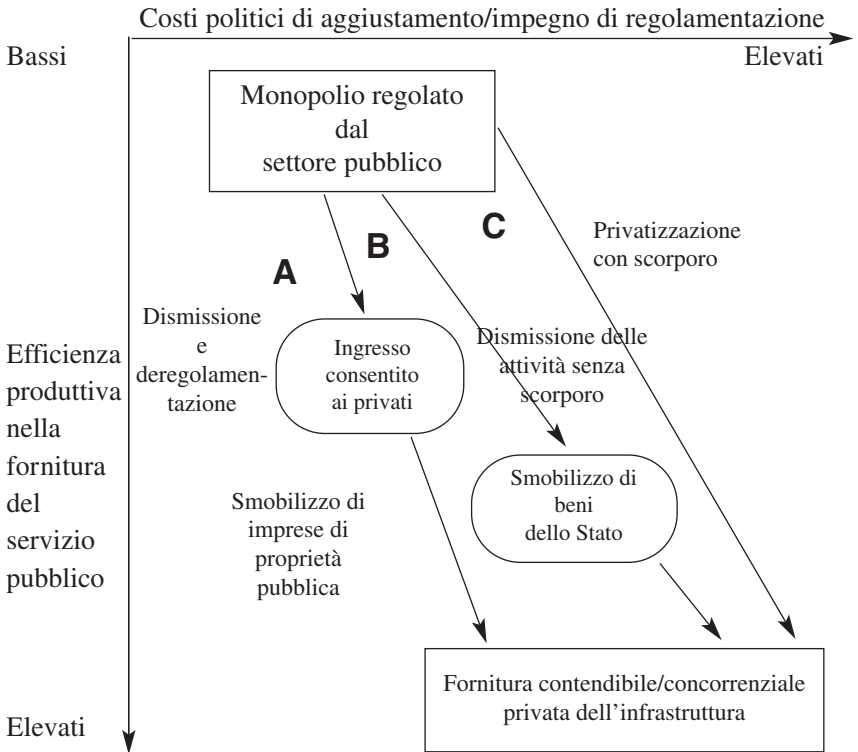
Fonte: ns. adattamento da C. Salvato e G. tamburi, *Privatizzare con il Project Financing*, Ricerca CESPEP, Milano 1994.

**Tav. 2 - Il project financing**  
 Schema base di riferimento



Fonte: C. Salvato e G. Tamburi, *Privatizzazione con il Project Financing*, Ricerca CESPEP, Milano, 1994

### Tav. 3 - Fasi di transizione nella privatizzazione delle infrastrutture



Note: Il punto di partenza in molti paesi è uno Stato che opera da monopolista in alcuni servizi e dispone di un complesso di norme relativamente semplici (angolo in alto a sinistra).

L'ingresso dei privati può avvenire attraverso tre approcci:

**Approccio a:** processo di deregolamentazione e dismissione che consente l'ingresso dei privati in parti del mercato per la fornitura di servizi infrastrutturali (impianti energetici indipendenti, nuovi porti ecc.). È caratterizzato da costi politici relativamente bassi (poiché molte delle attività esistenti restano sotto il controllo dello Stato) e da accordi regolari su base contrattuale (concessioni) piuttosto che da vere e proprie riforme.

**Approccio b:** processo di smobilizzo dei beni dello Stato che richiede una forte volontà politica ma postpone la dismissione totale in modo da attrarre un forte coinvolgimento dei finanziatori privati. (Es: Settore delle telecomunicazioni in Cile). Nel medio termine contribuisce a sollecitare ulteriori dismissioni e deregolamentazioni.

**Approccio c:** processo simultaneo di dismissione, deregolamentazione e privatizzazione. Richiede una forte coesione e capacità politica. (Es: molte infrastrutture in Argentina).

Fonte: G. Bond e L. Carter, *Financing Private Infrastructure Projects*, L.F.C., Discussion

## Tav. 4 - Strategie del governo per incentivare le infrastrutture private

	INCORAGGIAMENTO INIZIALE ALL'INGRESSO DEI PRIVATI	LIMITATA PARTECIPAZIONE DEI PRIVATI	ESTESA PARTECIPAZIONE DEI PRIVATI
Globale	E' prioritaria una prudente gestione macroeconomica, inclusa la convertibilità della moneta. È necessario un contesto legale/istituzionale per assicurare che gli accordi contrattuali possano essere rispettati.		
Settoriale	Demonopolizzazione di nicchie di settori che consentano l'ingresso in telefonia cellulare, energia, porti ecc. Utilizzo di concessioni e BOO appropriati ai settori e al grado di accettabilità politica.	Focalizzare le finalità dell'ingresso dei privati e del maggior grado di concorrenzialità. Inizio di una revisione del contesto normativo.	Estendere la partecipazione privata e la competitività nei settori ove la regolamentazione normativa può essere più difficile.
Dimensionale	Focalizzare l'attenzione iniziale su progetti di limitata dimensione, scomponendo, se occorre, in parti quelle di maggiori dimensioni	Progetti di dimensione media potrebbero essere finanziati.	La dimensione dei progetti non dovrebbe costituire un vincolo.
Settoriali e di regolamentazione	Processo iniziale di rimozione delle sovvenzioni, preferibilmente annunciando e aderendo ad un programma in fasi successive	Valutare le opzioni di regolamentazione. Aumentare la concorrenza entro e fra i mercati. Regolamentare i monopoli naturali.	Analizzare le esperienze normative. Convertire i BOT in concessioni annunciando che saranno nuovamente offerti. Massimizzazione la concorrenza.
Privatizzazione delle imprese pubbliche	Considerare privatizzazioni (anche parziali se necessario) delle imprese statali finanziariamente valide	Privatizzare un'ampia gamma di imprese pubbliche.	Completare la privatizzazione. Rendere le tariffe completamente commerciali.
Partecipazione estera	Rimuovere o ridurre al minimo le barriere all'ingresso di capitali e competenze estere.	Incoraggiare la partecipazione estera alla privatizzazione.	Rimuovere i limiti residuali alla partecipazione estera.
Promotore	Assicurarsi promotori, tecnicamente e finanziariamente forti, che contriscano al capitale di rischio.	Promuovere una maggior partecipazione di promotori locali tecnicamente solidi ed ottenere effetti dimostrativi.	
Obiettivi finanziari	Adeguare le norme legislative in modo tale da consentire agli stranieri il rimpatrio dei dividendi.	Migliorare l'accesso ai mercati internazionali dei capitali. Rafforzare i mercati locali dei capitali.	Favorire l'accesso al mercato internazionale attraverso una valutazione migliore del rischio paese.

(segue tav. 4)

			Incoraggiare le agenzie private di rating, le pratiche riassicurative e l'uso integrato di mercati dei capitali esteri e locali.
Gestione e rischio	Dove strettamente necessario, garantire le obbligazioni contrattuali delle imprese pubbliche e includere clausole di acquisto per i promotori privati. Non subsidiare la finanza a imprese pubbliche o private.	Assumere meno rischi a mano a mano che la partecipazione privata aumenta. Adattare il contesto normativo in base all'esperienza acquisita	Limitare la presenza commerciale del Governo. Focalizzare il coinvolgimento del Governo nel fornire adeguati contesti ambientali (economici e finanziari).

Fonte: ns. adattamento da G. Bond - L. Carter, *Financing Private Infrastructure Projects*, I.F.C., Discussion Paper n. 23, World Bank, D.C., 1994.

**Tav. 5 - Livello di dotazione di infrastrutture produttive nei paesi CEE**  
(Numeri indice CEE=100)

	Trasporti	Comunicazioni	Energia	Istruzione	Dotazione Complessiva
Belgio	203,6	125,3	265,0	103,4	162,6
Lussemb.	268,1	184,9	161,5	78,8	158,5
Olanda	244,7	123,9	132,5	70,9	129,9
Francia	119,0	123,1	180,8	94,9	126,3
Germania	163,1	124,4	92,6	134,3	126,0
Regno Unito	152,0	103,1	109,2	81,2	108,6
Danimarca	80,5	142,9	53,8	104,4	89,7
Italia	105,1	70,2	80,4	104,8	88,8
Spagna	71,1	67,3	50,1	111,9	71,7
Grecia	38,0	90,6	30,8	52,1	48,3
Irlanda	31,8	65,0	32,5	73,1	47,1
Portogallo	47,1	33,4	20,0	37,0	32,8

Fonte: Confindustria

**Tav. 6 - Identificare e coprire i rischi:  
dal punto di vista del finanziatore del progetto**

Tipo di rischio	Gestore del Rischio	Individuazione/copertura/mitigazione
<b>Rischi commerciali specifici del progetto</b>		
Validità e costi del progetto	Promotore	Utilizzo di una società indipendente di valutazione, riferimento a progetti simili, uso di tecnologie sperimentate, sottoscrizione di contratti per tutte le fasi del progetto e, se possibile, per garantire un mercato al progetto.
Fornitura	Fornitore	Contratti di fornitura, talvolta assistiti dalla clausola “fornisci o paga”, garanzie governative sulla performance delle imprese fornitrici pubbliche.
Mercato (uso collettivo)	Nessuno	Ricerche di mercato indipendenti per verificare le previsioni sulla domanda, accordi per ottenere l’accesso al mercato.
Mercato (unico acquirente)	Acquirente	Contratti basati sulla formula “prendi o paga”, lettere di credito rinnovabili dall’acquirente per costituire un pagamento cautelativo.
Impegno e forza del promotore leader	Promotore	Impegno significativo di capitale, forza del promotore leader, aggiornamento periodico della affidabilità, capacità tecnologica, conoscenza del rischio paese, impegno a coprire i costi aggiuntivi e ad applicare i criteri operativi scelti.
Costruttore	Promotore o costruttore	Esperienza e performance tecnica e geografica, capacità finanziaria, accordi contrattuali (penalità, incentivi, trasparenza, indipendenza dei promotori) contratti assicurativi.
<b>Rischi commerciali derivanti dallo scenario economico</b>		
Rischio di tasso e di interesse	Diversi, ma in parte a carico del governo ospitante	Hedging, garanzia del promotore a coprire i costi aggiuntivi sopraggiunti durante la costruzione, utilizzo di strumenti finanziari locali, accordi governativi per l’aggancio delle tariffe ai costi del servizio del debito.

(segue tav. 6)

Tipo di rischio	Gestore del Rischio	Individuazione/copertura/mitigazione
<b>Rischi commerciali derivanti dallo scenario economico</b>		
Inflazione	Diversi, ma in parte ospitante	Accordi governativi per agganciare le tariffe a un indice dei prezzi
<b>Rischi non commerciali specifici del progetto</b>		
Contesto normativo	Governo ospitante	Dettagli accordi di concessione, puntualizzazione delle condizioni
Espropriazione	Governo ospitante	Casi precedenti, termini di concessione, inclusione di promotori locali e investitori esteri di differenti paesi, assicurazioni
Affidabilità delle	Imprese pubbliche Governo ospitante	Contratti, garanzia governativa sulla performance delle imprese pubbliche.
<b>Rischi non commerciali generali</b>		
Rischio paese (es. cambio non disponibile)	Governo ospitante	Esposizione debitoria del paese, garanzia governativa sulla convertibilità della moneta, introiti del progetto direttamente pagati in conto all'estero.
Rischio politico (es. guerra)	Governo ospitante	Assicurazione
Rischio giuridico	Governo ospitante	Arbitrato internazionale, ricorso a leggi contrattuali di un paese non coinvolto
Forza maggiore	Nessuno	Assicurazione

Fonte: ns. adattamento da G. Bond - L. Carter, *Financing Private Infrastructure Project*, L.F.C., Discussion Paper no. 23, World Washington D.C., 1994.

**Tav. 7 - Analisi del rischio connesso ad un'operazione Bot**  
**(Build Operate Transfer):**  
**dal punto di vista della società di Project financing**

Possibili eventi	Controllo del rischio	Esposizione al rischio e metodi di protezione
<b>Rischi pre-completamento</b>		
Danni causati da imprevisti	Forza maggiore	Assicurazione per casi limitati
Ritardi dovuti a:		
1. spostamento dei termini		
- colpa della società	Promotore	La società è esposta
- causa di forza maggiore	Nessuno	La società è parzialmente esposta
- ritardo acquisizione terreno	Promotore/Acquirente	La società è esposta/clausole di buyout
- ritardo acquisizione permessi	Promotore/Acquirente	La società è esposta/clausole di buyout
2. sospensione dei lavori	Indeterminato	La società è sospesa
3. colpa del costruttore	Costruttore	I danni sono liquidati dal costruttore in % del valore del contratto
4 avanzamento dei lavori inefficiente	Promotore	La società è esposta
Danni	Indeterminato	Assicurazione
Abbandono, ritardo prolungato o incapacità di completare	Promotore	Clausola di non-abbandono, rivalsa sulle attività, ricorso per danni. La società paga i danni liquidati fino ad un certo limite
<b>Rischi post-completamento</b>		
Forza maggiore:		
1. dovuti al Governo	Governo	Meccanismi di buyout
2. non dovuti al Governo e assicurabili	Nessuno (es. terremoto)	Assicurazione
3. non dovuti al Governo e non assicurabili	Nessuno (es. guerra)	Da negoziare
Variatione condizioni iniziali:		
1. modifiche normative	Governo	Clausole di buyout
2. variazione nei permessi	Agenzie governative	L'acquirente è vincolato a pagare se l'impianto è funzionante

(segue tav. 7)

Possibili eventi	Controllo del rischio	Esposizione al rischio e metodi di protezione
<b>Rschi post-completamento</b>		
3. incapacità dell'acquirente di effettuare pagamenti puntuali	Acquirente/Governo	Garanzia Governativa sull'affidabilità dell'acquirente
Difetti tecnici	Costruttore/Promotore	Liquidazione danni e garanzie sulla affidabilità
Funzionamento	Promotore/Costruttore	La società ed il costruttore sono esposti
Manutenzione	Promotore/Costruttore	La società ed il costruttore sono esposti

Fonte: ns. adattamento da G. Bond - L. Carter, *Financing Private Infrastructure Projects*, I.F.C., Discussion Paper no. 23, World Bank, Washington D.C., 1994.