



Il Project Financing: una realtà in crescita

di Benedetto Romano (*)

Grazie all'attivazione di operazioni di Project Financing si conciliano gli interessi del settore privato e di quello pubblico: il privato apporta le proprie capacità manageriali, commerciali e creative nella costruzione e gestione di un'infrastruttura di pubblica utilità per ottenerne un ritorno economico, mentre la pubblica amministrazione beneficia di una riduzione del proprio impegno finanziario complessivo e di un miglioramento della qualità dei servizi offerti.

Il termine "Project Financing" (d'ora in avanti *P.F.*) individua un sistema indiretto di realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità attraverso l'azione e il finanziamento privato; si tratta pertanto di un sistema che consente l'affidamento della progettazione, della realizzazione e della gestione di un'opera pubblica mediante il concorso di un investitore privato. Tramite lo strumento del *P.F.* è possibile il finanziamento di un progetto facendo leva sulla valenza tecnico-economica dello stesso, piuttosto che sulla capacità di indebitamento del soggetto promotore dell'iniziativa. Il *P.F.* ha quindi come principale punto di riferimento il progetto, poiché è questo che deve generare nel tempo i flussi di cassa (cash-flow) sufficienti a ripagare il debito contratto per il finanziamento dell'infrastruttura e a remunerare adeguatamente il capitale coinvolto che, per lo più, è capitale di debito, finanziato cioè da istituti di credito.

Grazie all'attivazione di operazioni di *P.F.* si conciliano gli interessi del settore privato e di quello pubblico: il privato apporta le proprie capacità manageriali, commerciali e creative nella costruzione e gestione di un'infrastruttura di pubblica utilità per ottenerne un ritorno economico, mentre la pubblica amministrazione beneficia, in termini economico-finanziari, della presenza dei privati di una riduzione del proprio impegno finanziario complessivo e di un miglio-

ramento della qualità dei servizi offerti, attraverso però un'attenta regolamentazione dell'attività del privato.

Le attività realizzabili attraverso interventi di finanza di progetto possono essere classificati, in base alla loro capacità di ripagarsi, in tre principali tipologie: progetto che si ripaga autonomamente (cosiddetta *opera calda*), progetto che si ripaga attraverso pagamenti effettuati dalla pubblica amministrazione (cosiddetta *opera fredda*) e progetto che richiede una componente di contribuzione pubblica (cosiddetta *opera tiepida*).

La prima tipologia comprende i progetti dotati di un'intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi da utenza, dove i ricavi commerciali prospettati di tali progetti consentono al settore privato un recupero completo dei costi d'investimento nell'arco della durata della concessione; la seconda tipologia include quelle opere pubbliche, come scuole, cimiteri, ospedali, per le quali il soggetto privato che le realizza e le gestisce fornisce direttamente servizi alla pubblica amministrazione e trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) da pagamenti effettuati dalla stessa amministrazione su base commerciale; la terza tipologia include iniziative i cui ricavi da utenza non sono sufficienti a ripagare interamente le risorse impiegate per la loro realizzazione e in cui, per

(*) *Ingegnere, libero professionista.*



consentirne la fattibilità finanziaria, è necessario un contributo pubblico. La maggior parte delle operazioni di *PF* in Italia sono opere tiepide (vedi la linea 5 della metropolitana di Milano o la linea D della metropolitana di Roma), mentre sono meno numerose le operazioni catalogabili come opere calde (vedi il raccordo autostradale diretto Brescia - Milano o il porto turistico di Licata); ciò è dovuto al fatto che spesso i progetti presentano troppi rischi per il soggetto privato o non sono abbastanza redditizi a tal punto da coprire e remunerare il capitale iniziale investito e i costi di gestione. Per la flessibilità di questi modelli e per la loro adattabilità alle diverse esigenze d'investimento di opere pubbliche, la finanza di progetto oggi costituisce un'alternativa molto valida ai tradizionali appalti, tanto più nell'attuale momento storico caratterizzato dalla necessità, in presenza di risorse pubbliche ristrette, di migliorare la dotazione infrastrutturale del paese, per assicurare un migliore livello di servizi alla collettività, soprattutto nelle regioni del Mezzogiorno, le più carenti sotto questo punto di vista.

Le prime operazioni di finanza di progetto sono state realizzate negli Stati Uniti negli anni 30 nel settore della produzione di energia elettrica e dell'estrazione dei combustibili, mentre l'applicazione della finanza di progetto alla realizzazione di infrastrutture di pubblica utilità è un'evoluzione più recente. Agli inizi degli anni 90 il governo conservatore inglese ha dato l'avvio alla cosiddette "Private Finance Initiative" (PFI), un programma che si prefiggeva di creare un contesto istituzionale favorevole al coinvolgimento dei privati nella realizzazione di opere pubbliche attraverso l'erogazione di concessioni di costruzione e gestione.

Fino alla legge 18 novembre 1998, n. 415 (cosiddetta *Merloni-ter*) la legislazione italiana mancava di una disciplina generale per la realizzazione di lavori pubblici con parziali o totali risorse del settore privato. La *Merloni-ter*, negli articoli 37 bis e seguenti, ha istituito la figura del "promotore", soggetto privato che è il propulsore di un'operazione di finanza di progetto. Il percorso individuato dalle disposizioni in questione consente al promotore di proporre la realizzazione di un'iniziativa che l'amministrazione ha inserito nella propria programmazione triennale dei lavori pubblici, nella quale le opere da realizzarsi mediante la finanza di progetto hanno la priorità. Il promotore è tenuto alla elaborazione di

un progetto preliminare, di una bozza di convenzione, di un piano economico-finanziario asseverato dalle banche e dei necessari documenti di fattibilità e di inquadramento ambientale dell'iniziativa di cui promuove la realizzazione. La valutazione della proposta, e la successiva nomina del promotore, rappresenta un passo molto importante e nello stesso tempo complesso, perché richiede la presenza di numerose e differenti competenze e figure professionali all'interno della commissione esaminatrice della pubblica amministrazione. La proposta, una volta dichiarata di pubblico interesse, costituisce la base di riferimento per una gara a evidenza pubblica, finalizzata all'individuazione del concessionario, che si articola in due momenti: licitazione privata prima e procedura negoziata dopo. Al promotore è altresì garantito il diritto di prelazione sugli altri concorrenti, così come puntualizzato dal decreto del Ministero delle infrastrutture e dei trasporti 25 ottobre 2005.

Il promotore ha la facoltà o l'obbligo, dopo l'aggiudicazione della gara, nel caso venga specificato nell'apposito bando, di costituire una "società di progetto" (anche detta SPV, *Special Purpose Vehicle* o *Project Company*), la cui esclusiva finalità è la realizzazione e la gestione del progetto stesso: raggiunto il fine la società si scioglie. La società di progetto può essere costituita in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile ed è un'entità giuridicamente distinta da quella del soggetto promotore dell'iniziativa, con la conseguente separazione dei flussi generati dal progetto da quelli concernenti le altre attività del promotore. Il duplice risultato è che, in caso di fallimento del progetto, il finanziatore non può rivalersi su beni del promotore diversi da quelli di proprietà della società di progetto e, analogamente, in caso di fallimento del promotore, la società di progetto continuerà a operare perseguendo le proprie finalità. La natura giuridica della società di progetto definisce la categoria di *PF* attuato; si parla infatti di *PF* privato, pubblico o misto, a seconda che al capitale sociale partecipino esclusivamente privati, enti pubblici o entrambe le categorie di soggetti, anche se sono da ritenersi riconducibili al *PF* in senso stretto solo la prima e la terza tipologia. Nel primo caso (*PF* privato) la SPV può assumere la forma, oltre che di una società per azioni, di una associazione temporanea di imprese, di un consorzio di



imprese o di una società consortile. Nel secondo (*PF* pubblico) si tratta invece, di consorzi di enti locali o aziende speciali. Il terzo e ultimo caso è quello delle società miste. Oltre al committente (lo sponsor, un soggetto pubblico o privato) e alle società impegnate nella costruzione, possono partecipare al capitale sociale della SPV banche, associazioni di utenti, fornitori o altri soggetti a qualsiasi titolo interessati alla realizzazione. La società di progetto esegue solitamente in proprio i lavori (o appalta a terzi se non ha i requisiti per costruire) e gestisce l'opera per il periodo della concessione. A proposito della gestione dell'opera realizzata, la legge 166/2002 (cosiddetta *Merloni-quater*) ha abolito il precedente limite di trent'anni per la durata della concessione stabilito dalla legge 109/1994, ampliando in tal modo la gamma di possibilità di affidare concessioni ai privati.

La riforma del diritto societario (decreto legislativo 6/2003), in vigore dal 1° gennaio 2004, ha modificato i connotati delle società di capitali e ciò ha interessato di conseguenza le società di progetto: le società per azioni possono, ora, ricorrere a una più diversificata tipologia di strumenti finanziari, devono avere un capitale sociale minimo pari a 120.000 euro e inoltre sono profondamente cambiati i sistemi di amministrazione e controllo. Nella società a responsabilità limitata, invece, è stata più accentuata l'autonomia statutaria, non vi è più alcun limite ai conferimenti, essendo permessi, addirittura, quelli atipici come i conferimenti d'opera o di servizi, purché garantiti da una fideiussione bancaria o assicurativa.

Un ulteriore incentivo al mercato della finanza di progetto e al coinvolgimento dei privati è arrivato dalla legge 443/2001 (cosiddetta *Legge Obiettivo*), che, affidando ampie deleghe al Governo, mira ad accelerare la realizzazione di alcune grandi opere attraverso una revisione dei processi di decisione e di autorizzazione dei progetti. La Legge Obiettivo inoltre ha introdotto la figura del "contraente generale" (o general contractor), al quale, accanto all'esecuzione dei lavori, sono richiesti tutta una serie di servizi (progettazione, espropri, direzione lavori, pre-finanziamento di una quota dell'importo lavori) prima svolti dalle stazioni appaltanti, ma che si differenzia dal concessionario di opere pubbliche per l'esclusione dalla gestione dell'opera eseguita.

Tutte le norme fin qui elencate sono state inglobate nel nuovo codice dei contratti pubblici di

lavori, servizi, forniture (decreto legislativo 163/2006), approvato lo scorso 23 marzo, che riunisce la materia in circa 250 articoli, abrogando 29 fra leggi e regolamenti e un centinaio di articoli sparsi in 30 provvedimenti legislativi. Il codice degli appalti, trattando della materia della finanza di progetto negli artt. 152 - 160, non aggiunge nulla di nuovo alla disciplina. Viene confermato il diritto di prelazione a favore del promotore che decida di adeguare la propria proposta a quella giudicata più conveniente dall'amministrazione e vengono raccordate con le disposizioni del codice civile come risultano alla luce del nuovo diritto societario, le previsioni in merito all'emissione di obbligazioni da parte della società di progetto.

L'istituto del *PF*, così come descritto, deve essere inquadrato all'interno del mondo del partenariato pubblico-privato, termine che comprende tutte le forme di coinvolgimento del capitale privato per la realizzazione e gestione di interventi di interesse pubblico. I dati forniti dall'osservatorio nazionale Project Financing mostrano una crescita costante in Italia negli ultimi anni del mercato del partenariato pubblico-privato, voce che racchiude le iniziative di *PF* in senso stretto (ex art. 37 bis e seguenti l. 109/1994), le concessioni di costruzione e gestione (ex art. 19 comma 2 l. 109/1994), altre concessioni e altre procedure: si è passati infatti dalle 579 iniziative del 2002 (valore complessivo 3,3 miliardi) alle 1094 del 2003 (8,3 miliardi), per proseguire alle 1647 del 2004 (13,4 miliardi) e arrivare alle 1699 del 2005 (16,9 miliardi). In termini di cifra d'affari la quota delle gare di partenariato pubblico-privato, al netto delle preselezioni ai sensi dell'art. 37 bis, rispetto al mercato complessivo delle gare per opere pubbliche registrato dall'osservatorio Cresme-Edilbox si attesta sul 28% del 2005 contro il 15% del 2004.

I due settori di attività prevalenti a livello di investimento si confermano quelli delle reti (acqua, gas, energia e telecomunicazioni) e dei trasporti, mentre in termini di numero di iniziative i settori trainanti sono quelli dell'arredo urbano-verde pubblico e dei parcheggi. Infine, a livello di *PF* si registra nel 2005, rispetto all'anno precedente, una diminuzione, in numero e importo, degli avvisi per la selezione di promotori, un calo in numero ma un aumento in termini di denaro delle gare su proposta del promotore e infine un aumento del numero di aggiudicazioni.