

LA FINANZA DI PROGETTO : CONCETTI PRINCIPALI

1.1. La tecnica

Il *project financing*¹ è “il finanziamento di una specifica unità economica mediante un’operazione in cui un finanziatore considera il flusso di cassa e gli utili di progetto come garanzia per il rimborso del debito e le attività dell’unità economica come garanzia collaterale²” (Nevitt, 1988).

Il *project financing* costituisce un insieme non predefinito di strumenti finanziari e di istituti giuridici che danno luogo ad una metodologia di finanziamento nella quale la dimensione legale, tecnico-ingegneristica ed economica interagiscono tra loro al fine di creare una struttura capace di far convergere interessi contrastanti. Proprio da questa caratteristica deriva la capacità del *project financing* di proporre forme contrattuali e finanziarie innovative³.

Il *project financing* è una forma di finanziamento alternativa al tradizionale finanziamento di impresa⁴: non ha per oggetto la valutazione dell’equilibrio dei nuovi investimenti preventivati, nonché dei nuovi debiti contratti (*standing creditizio*), bensì l’equilibrio economico-finanziario di uno specifico intervento, legato ad un determinato investimento, giuridicamente ed economicamente indipendente dalle altre iniziative del soggetto che lo realizza.

¹ Per Salvato (AA.VV., Il *project financing*, Milano, 1997, pag. 5) il *project financing* è “una tecnica finanziaria costituita da un pacchetto di prodotti e servizi bancari e finanziari avente lo scopo di realizzare una nuova attività produttiva, in forma di impresa autonoma, attraverso opportune allocazioni di rischi e dei corrispondenti rendimenti tra i soggetti a vario titolo coinvolti nell’operazione”. Per Boccia (Boccia F., Nigro M., La finanza innovativa, Il Sole 24 ore, 2000) “per *project financing* si intende il finanziamento di un’opera infrastrutturale, in grado di generare dei flussi di cassa sufficienti a ripianare il debito contratto dal finanziatore dell’opera e a remunerare il capitale investito”.

² La definizione è ripresa da Peter Nevitt considerato uno dei maggiori esperti a livello internazionale del *project financing*, il quale in “Project Financing”, Milano, 1988, scrive: “...*financing of a particular economic unit in which a lender is satisfied to look initially to the cash flows and earnings of that economic unit as the source of funds from which a loan will be repaid and to the assets of the economic unit as collateral for the loan*”. Ma si veda anche Macmillian N.R., Risk and International Project Finance, the World of Banking, January– February, 1984 : “*the financing of a major capital project in which the lender looks principally to the cash flows and earnings of the project as the source of funds for repayment and to the assets of the project as collateral for the loan. The general credit of the project entity is a corporation without other assets or because the financing is without direct recourse to the owner(s) of the entity*”.

³ Cfr. Vadalà S., La Parola. Project financing, Lettera Irpet, Firenze 1997.

L'attenzione del finanziatore è focalizzata sulle caratteristiche dell'operazione e sulla sua autonoma capacità di rimborsare il debito. Il rimborso del prestito è garantito dai proventi derivanti dalla vendita dei beni, o dei servizi, che la gestione dell'opera deve assicurare. La flessibilità dello strumento contrattuale implica un'attenta analisi delle condizioni e della situazione in cui si intende applicarlo, poiché non tutte le operazioni economiche sono realizzabili attraverso il ricorso alla finanza di progetto. Questo strumento, infatti, appare opportuno per iniziative economiche incentrate su un progetto in grado di generare autonomi flussi di cassa, che costituiscono la garanzia principale per il rimborso dei prestiti ottenuti per il finanziamento del progetto stesso e per un'adeguata remunerazione del capitale investito⁵. Per questa sua caratteristica⁶, il PF si qualifica come una tecnica finanziaria *flow based*, a differenza di altre che hanno a supporto garanzie reali, dette *assets based*.

La tecnica del PF consente, tramite la costituzione della società di progetto (*Special Purpose Vehicle* o *SPV*) di garantire una separazione giuridica ed economica del progetto (c.d. *ring fence*) dalle altre attività realizzate dal soggetto finanziato⁷ (cd. promotore).

Dal punto di vista contabile, per i promotori, l'operazione di *project financing* si configura come un finanziamento fuori bilancio (*off balance sheet*).

La tipologia contrattuale del *project financing* nasce negli Stati Uniti, negli anni '20, nel settore dell'energia. Queste operazioni avevano natura strettamente privatistica: entrambe le controparti contrattuali erano private, come pure il contratto che si stipulava. In epoca più recente, vale a dire dagli anni '80, il *project financing* ha visto un forte sviluppo ed impulso a seguito delle politiche del Governo inglese, lanciate con la *Private Finance Initiative (PFI)*, il cui scopo era favorire l'intervento del settore privato nella realizzazione di investimenti

⁴ Cfr. Lo Cicero M., Project vs corporate financing, Rassegna economica, 1996, n.4, pagg. 823-854.

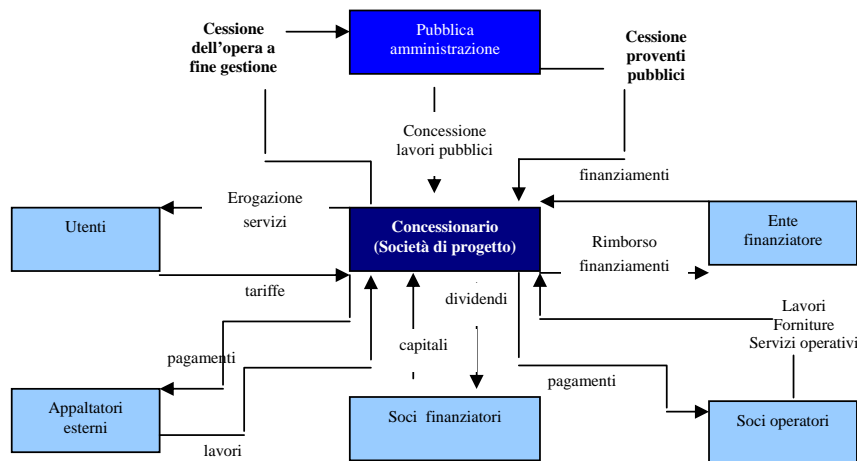
⁵ In pratica, invece di valutare la capacità finanziaria dell'imprenditore che assume l'iniziativa (c.d. *corporate finance*), è accordata fiducia all'esecuzione del progetto, sulla base della capacità economico-finanziaria dello stesso di autofinanziarsi, nonché di attente previsioni circa il potenziale impatto del progetto (c.d. *condizioni di contesto*) ed i possibili flussi di cassa attivabili mediante lo stesso. Proprio questi aspetti sono sottolineati nella succitata definizione di P.K.Nevitt. In altre parole, il *project finance* deve essere inteso come forma di finanziamento alternativa al tradizionale finanziamento di impresa dal quale si differenzia perché, come notato (G. Imperatori, *Il Project Financing – Una tecnica, una cultura, una politica*, Ed. Il Sole 24Ore, Milano, 1995, p.27) mentre il finanziamento di impresa “*ha per oggetto la valutazione dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa e degli effetti su tale equilibrio dei nuovi investimenti realizzati e dei nuovi debiti contratti*”, il finanziamento di progetto ha, invece, “*per oggetto la valutazione dell'equilibrio economico-finanziario di uno specifico progetto imprenditoriale legato ad un determinato investimento, giuridicamente ed economicamente indipendente dalle altre iniziative delle imprese che lo realizzano*”.

⁶ Per una disamina più dettagliata delle caratteristiche tecniche del Project financing si veda anche Mazzara L., *Il project financing: caratteristiche tecniche*, Azienditalia, 1996, n.12, pag.896-905

⁷ Si veda Gatti S., *Manuale del Project finance*, Bancaria editrice, Roma, 1999 pagg. 82-84 Foschi M., Serlenga P., *Il ricorso alla finanza privata nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici*, 2001.

pubblici⁸. E' evidente la flessibilità del contratto in oggetto che, qualora sussistano le appropriate condizioni economiche, può trovare applicazione tanto in ambito squisitamente privatistico, che pubblicistico⁹.

Figura 1: attori e relazioni



Nel caso delle opere pubbliche, la realizzazione di interventi, finanziati esclusivamente sulla base dei flussi di cassa e di utili generati dalla gestione delle stesse, non rappresenta la modalità tipica cui la pubblica amministrazione ricorre. Si fa, pertanto, riferimento ad un concetto più ampio strettamente correlato al *project financing*: il partenariato pubblico-privato (PPP). Nel concetto di PPP sono compresi sia progetti capaci di produrre un reddito sufficiente a ripagare autonomamente l'investimento e gli oneri finanziari contratti, in cui il ruolo dell'amministrazione si limita alla regolamentazione e al controllo delle procedure (*project financing* puro), sia progetti per la cui attivazione il settore pubblico deve svolgere, secondo diverse modalità, un attivo ruolo di *partnership*. Il PPP ricomprende una vasta gamma di modelli di cooperazione tra settore pubblico e privato ed è evocato in tutti i casi in cui il settore pubblico intenda realizzare un progetto avente ad oggetto un'opera pubblica, o di pubblica utilità, la cui progettazione, realizzazione, gestione e finanziamento, in tutto o parte, siano affidati al settore privato.

Nella prassi internazionale, esistono diverse possibilità di strutturazione¹⁰ delle operazioni di

⁸ Quest'intervento era propedeutico a realizzare il progetto di trasformare la pubblica amministrazione britannica da proprietaria e gestrice di opere pubbliche, con conseguente forte indebitamento pubblico, a mero acquirente di servizi dal settore privato, a favore dell'utenza pubblica.

⁹ Correttamente, infatti, è stato detto "il *project financing* deve quindi essere inteso quale tecnica utile al finanziamento di opere produttive di reddito nell'ambito di un'economia di mercato, inteso nell'accezione più ampia, cioè a prescindere dall'intervento pubblico.", M. Baldi-G. De Marzo, Il Project Financing nei lavori pubblici, Ipsa, 2001, p.1.

project financing:

- **Build, Operate and Transfer (BOT)**: il soggetto pubblico, interessato alla realizzazione di un'infrastruttura, rilascia ad una società privata, o mista, una concessione di costruzione e gestione per: a) realizzare l'infrastruttura; b) gestirla durante la concessione; c) trasferirla¹¹ al soggetto pubblico al termine della concessione.
- **Build, Own and Operate (BOO)**: simile al BOT, ma si distingue per il fatto che in questo caso la società di progetto assume la proprietà dell'opera. Inoltre, al termine del periodo di concessione l'opera non è trasferita all'ente concedente, ma sono rinegoziati gli accordi volti ad una proroga della concessione¹².
- **Build, Transfer and Operate (BTO)**: i promotori progettano e realizzano l'opera, la quale è poi pagata dall'ente pubblico, che ne diviene proprietario. La gestione dell'impianto è svolta dal solo ente pubblico, o da una società mista al quale partecipano ente e promotori.
- **Build, Operate, Subsidize and Transfer (BOST)**: simile al BOT, ma a causa dell'insufficiente livello delle tariffe, la fase di costruzione e di gestione beneficia di contributi pubblici.
- **Design, Build, Own, Maintain (DBOM)**: il privato progetta, realizza, detiene la piena disponibilità dell'infrastruttura e si assume l'onere e i rischi relativi alla manutenzione. La gestione può essere affidata ad un terzo.
- **Design, Build, Finance and Operate (DBFO)**: il privato progetta, costruisce, finanzia integralmente, è proprietario dell'opera e la gestisce.
- **Rehabilitate Operate and Leaseback (ROL)**: il privato ristruttura e gestisce l'opera, mentre la proprietà è gestita attraverso un contratto di *leasing* finanziario.

Nel caso italiano, il legislatore ha optato, nella realizzazione delle opere pubbliche, per la struttura *Build Operate and Transfer* (BOT). Nel BOT, il soggetto pubblico rilascia, ad una società di progetto, una concessione di costruzione e gestione. La società di progetto realizza e gestisce l'opera, con l'obbligo di trasferire la stessa alla pubblica amministrazione al termine

¹⁰ Sulle diverse tipologie di tecniche di *project financing*, si veda Insigna F., *Le tecniche del project financing*, Amministrazione e finanza, 1995, n.20, pagg. 1126-1128.

¹¹ Secondo Caroli G. (*Il project financing nelle strategie di sviluppo dell'impresa e del territorio*, a cura di Fontana F., et alii, Luiss edizioni, Roma, 2001, pag. 27) “è importante precisare che nel BOT, la società di progetto non acquisisce la proprietà dell'infrastruttura che ha in concessione”.

¹² Questo schema ha in realtà due varianti: il *BOOT* (*build, operate, own and transfer*) in cui la società di progetto trasferisce la proprietà dell'opera dopo un certo periodo di tempo, non necessariamente uguale alla durata della concessione; il *BOOS* (*build, operate, own and sell*) che prevede che, al termine della concessione, la società di progetto trasferisca la proprietà dell'opera al soggetto pubblico, in cambio del pagamento del valore residuo della stessa.

del periodo di concessione.

La normativa ha anche previsto la possibilità di adottare la tecnica del *Build Operate Subsidize and Transfer* (BOST). Anche in questa strutturazione dell'operazione il privato costruisce, gestisce e al termine della concessione, trasferisce l'opera. Ma in tal caso vi è l'intervento di un contributo pubblico che consente di realizzare opere che autonomamente non riuscirebbero a generare flussi di cassa operativi sufficientemente elevati, tali da render conveniente per i privati l'operazione.

1.2. Gli attori e motivazioni di ricorso alla tecnica

L'essenza di un'operazione di PF risiede nell'identificazione dell'equilibrio di interessi, potenzialmente contrapposti tra soggetti diversi, che partecipano all'investimento rivestendo differenti ruoli e assumendosi i corrispondenti rischi e rendimenti. L'equilibrio¹³ rende possibile realizzare sia una struttura di garanzie, assicurazioni ed impegni contrattuali che minimizza l'alea che grava sul progetto, sia una struttura finanziaria efficiente¹⁴.

Tra gli attori centrali per la riuscita dell'operazione vi è sicuramente la pubblica amministrazione. Quest'ultima può svolgere nel complesso processo del *project financing* per le opere pubbliche, una pluralità di ruoli ed attività¹⁵:

- **Controllo del territorio:** emanazione di normative edilizie, urbanistiche e relativi strumenti attuativi.
- **Programmazione:** identificazione dei bisogni della collettività, realizzazione di studi di fattibilità, inserimento nel programma triennale delle opere pubbliche, realizzabili anche con la tecnica della finanza di progetto ed approvazione delle stesse.
- **Valutazione:** valutazione e selezione delle proposte dei promotori.
- **Selezione:** selezione, in base a predeterminati criteri, del soggetto abilitato a costruire e gestire l'opera, a seguito dell'identificazione della proposta che consente la realizzazione di opere pubbliche attraverso la finanza di progetto.
- **Facilitazione:** velocizzazione delle procedure amministrative e selezione delle eventuali difformità dagli strumenti urbanistici, tramite conferenza dei servizi e

¹³ Si consulti anche Bianchi M., *Organizzare il PF*, Azienditalia, 1998, n.5, pagg. 257-262.

¹⁴ Per Valerio S., *Project Financing: le fonti di finanziamento*, Amministrazione e finanza, 1996, n. 12, pag 734: "nella realtà operativa, la struttura finanziaria di un progetto viene determinata al termine di un processo di contrattazione tra le banche e promotori nel corso del quale le banche chiederanno ai promotori il più elevato ammontare di capitale di rischio possibile e i promotori cercheranno di avere la maggiore leva finanziaria che il progetto può sostenere".

¹⁵ Ordine degli ingegneri della Provincia di Napoli, *Ingegneri. La finanza di progetto*, DenaroLibri, Napoli 2002.

accordi di programma.

- **Partnership:** partecipazione all'operazione in qualità di socio finanziario od operativo.
- **Utenza:** corresponsione di un canone per la fruizione diretta dell'opera realizzata e gestita da soggetti privati (nel caso di PPP).
- **Stipulazione del contratto:** determinazione della convenzione di concessione di costruzione e gestione e determinazione delle modalità secondo cui l'opera dovrà essere costruita e successivamente gestita.
- **Controllo:** vigilanza sul puntuale adempimento delle obbligazioni previste dalla convenzione a presidio di: a) corretta realizzazione dell'opera; b) efficace manutenzione; c) corretto svolgimento del servizio; d) applicazione delle tariffe concordate.

In un'operazione di finanza di progetto sono coinvolti anche altri soggetti oltre alla P.A.¹⁶. Tra cui:

- **Promotori:** che danno vita ad iniziative di finanza di progetto, promuovendone l'esecuzione. Essi propongono l'operazione, forniscono parte del capitale di rischio, garantiscono, direttamente o indirettamente, i creditori.
- **Progettisti:** che cooperano con i promotori, fornendo elementi atti alla formulazione delle proposte relative alla realizzazione del progetto. I progettisti (segnatamente ingegneri o architetti) redigono gli studi di inquadramento territoriale e ambientale, provvedono alla redazione dei progetti e collaborano per la parte riguardante la valutazione dei costi di costruzione alla stesura del piano economico e finanziario.
- **Consulenti:** che svolgono le attività di consulenza necessarie al montaggio di un'operazione di finanza di progetto. Possiamo distinguere due principali *sub* categorie di consulenti:
 - consulenti economico-finanziari: realizzano l'insieme degli studi e delle analisi che consentono la valutazione preventiva della fattibilità finanziaria del progetto e le modalità di reperimento dei fondi necessari alla realizzazione dell'iniziativa;
 - consulenti legali: analizzano la normativa di riferimento, le procedure amministrative e la prassi istituzionale, redigono i contratti che disciplinano i rapporti negoziali tra privati e pubblica amministrazione.
- **Società di progetto** (*special purpose vehicle*): è la società il cui oggetto esclusivo

consiste nell'esecuzione e gestione dell'opera pubblica o di pubblica utilità. La società di progetto è appositamente costituita con l'obiettivo di creare un'entità economica, con autonoma personalità giuridica, che si assume tutte le obbligazioni che sorgono nella realizzazione e gestione dell'opera, ottenendo la separazione economica e giuridica del progetto da tutte le altre iniziative delle imprese socie.

- **Istituti di credito:** possono svolgere all'interno dell'operazione diversi ruoli:
 - Consulente finanziario (*financial advisor*): svolge attività analoghe ai consulenti;
 - Organizzatore finanziario (*financial arranger*): è l'istituto di credito che si occupa di organizzare le risorse finanziarie del progetto, negoziando con i promotori e con il consulente finanziario l'importo e le condizioni contrattuali del finanziamento, da un lato, e, dall'altro, impegnandosi a reperire sul mercato i mezzi finanziari richiesti, formando un sindacato di banche sottoscrittrici, dall'altro.
 - Sottoscrittore (*underwriter*): è la banca che si impegna a stipulare il contratto di finanziamento e ad erogare i mezzi finanziari alla società di progetto. Si fa, inoltre, carico di individuare altre istituzioni finanziarie interessate al progetto, le quali rileveranno quote di finanziamento già sottoscritto.
 - Mutuante (*lender*): è l'istituto di credito che, alla chiusura degli accordi di finanziamento (*financial closing*), rende disponibili i capitali necessari per la realizzazione progetto.
 - Banca agente (*agent bank*): è la banca incaricata dall'amministrazione dell'operazione sotto il profilo dell'erogazione dei finanziamenti e del rimborso del debito.
 - Investitore a titolo di capitale di rischio (*equity investor*): è l'istituto creditizio che assume una partecipazione di minoranza al capitale della società di progetto.
 - Asseveratore: è la banca, intermediario finanziario o società di revisione, che verifica la correttezza del modello economico-finanziario a base della proposta del promotore e la congruità degli elementi che lo compongono.
- **Impresa di costruzione:** realizza l'opera in base alle caratteristiche delineate dalla progettazione. L'impresa di costruzione opera sotto il controllo diretto dell'ente concedente e del soggetto gestore.

¹⁶ Si veda a tal proposito Tamburi G., Salvato C., "Privatizzare con il Project Financing", CESPEP, Milano 1994, oppure Fontana F., Sandri S., Caroli G., Il project financing nelle strategie di sviluppo

- **Gestore:** organizza i fattori della produzione affinché l'opera produca effettivamente i flussi di cassa attesi, rispettando i tempi e i costi fissati nel piano economico e finanziario, così come recepiti nella concessione di costruzione e gestione.
- **Assicurazione:** copre, mediante polizze, il rischio¹⁷ di insufficienza dei flussi di cassa destinato alla copertura del debito.
- **Controparte commerciale:** può essere, alternativamente, la pubblica amministrazione che usufruisce direttamente dell'opera e dei servizi offerti dal concessionario oppure gli utenti, o clienti, cui la società di progetto eroga i servizi, cui la realizzazione dell'opera pubblica, o di pubblica utilità, sia strumentale.

La definizione dei ruoli e degli attori coinvolti nell'operazione è strettamente collegata alla ripartizione dei rischi¹⁸. L'identificazione dei rischi¹⁹ e la loro attribuzione ai diversi soggetti coinvolti nella realizzazione dell'opera è una delle fasi più importanti per la corretta riuscita di un'operazione di finanza di progetto. Solitamente nella fase iniziale della strutturazione dell'operazione si procede all'identificazione dei rischi, per poi affidare ogni rischio al soggetto meglio in grado di gestirlo. Questa caratteristica economica implica la costituzione di una complessa rete di rapporti contrattuali il cui scopo finale è l'allocazione dei rischi²⁰, relativi a ciascuna fase del progetto, al soggetto effettivamente in grado di assumerli (c.d. *security package*), nonché dei rendimenti tra i soggetti coinvolti nel progetto da attuare²¹.

dell'impresa e del territorio, Luiss Edizioni, Roma, 2001, pagg. 23-35

¹⁷ La finanza di progetto richiede in genere diversi tipi di coperture assicurative che includono i rischi tecnologici, di danno ambientale, di gestione, di manutenzione, i rischi relativi a tassi di cambio e di interesse e i rischi politici. Le società di progetto sono solite a tal fine stipulare un "programma assicurativo" comprendente le polizze che coprono i rischi relativi alla fase di costruzione e di gestione. Si veda in merito: La finanza di progetto in Italia, in Ingegneri, rivista dell'ordine degli ingegneri della Provincia di Napoli, Denaro Libri, n. 1, 2002

¹⁸ Caroli G., op. cit., *"Due principi caratterizzano questa distribuzione: in primo luogo, il fatto che ciascun attore coinvolto nell'operazione assume una porzione di rischio, ma nessuno è chiamato a sostenerne una quota eccessiva. In secondo luogo, il rischio che un determinato soggetto assume su di sé riguarda gli aspetti dell'operazione di cui egli ha il miglior controllo rispetto agli altri soggetti coinvolti"*.

¹⁹ Sul ruolo e la valutazione del rischio nelle operazioni di finanza di progetto si veda: Boeri T., Cohen R., *Analisi dei progetti di investimento*, Egea, Milano, 1999, pagg. 109-117

²⁰ Tant'è che in Italia c'è chi definisce la finanza di progetto come *"uno schema multi-contrattuale invalso nella prassi del commercio internazionale, che designa una particolare forma di finanziamento di progetti industriali di grosse dimensioni, con ripartizione dei rischi tra una molteplicità di soggetti"*, U. Draetta, *Il Project Financing nella prassi del commercio internazionale*, Dir. Comm. Int., 1994, p. 495.

²¹ La complessità delle operazioni di finanza di progetto implica la sussistenza di numerosi profili di rischio, che devono essere adeguatamente neutralizzati. Pertanto, è necessario identificare e valutare ciascuna componente di rischio, nonché allocarla in maniera equilibrata, così che sia assunta da quei soggetti in grado di gestirla al meglio, che cioè richiedano un premio minore a compensazione del rischio. In tal ambito occorre ricordare che i rischi possono essere controllati attraverso forme di compensazione diretta - pagamento di una somma a titolo di risarcimento del danno - o indiretta - lo sono tutte quelle forme volte a ripristinare le condizioni economiche in considerazione delle quali è stato originariamente stipulato il contratto e che richiedono delle modifiche contrattuali che possono incidere,

Contrattualmente, ciò equivale a porre in atto tutele volte a massimizzare l'adempimento dell'obbligazione assunta direttamente o, ove ciò non fosse possibile, attraverso soggetti terzi che possono intervenire in un secondo momento²².

1.3. L'applicazione della tecnica alle diverse tipologie di opere

La finanza di progetto si dimostra una valida alternativa alla finanza tradizionale laddove la pubblica amministrazione intenda:

- rispondere alla pressante domanda di infrastrutture e servizi, creando valore, senza, o con limitato, impiego di risorse pubbliche;
- ripartire e controllare meglio i rischi associati alla costruzione e gestione di un'opera pubblica.

Più in generale vi sono diverse motivazioni e caratteristiche²³ che possono influenzare il giudizio di applicabilità della tecnica alle diverse tipologie di opere. Dal punto di vista delle opportunità possono essere identificati i seguenti elementi:

- **Limitato utilizzo di risorse finanziarie proprie:** i progetti realizzati in finanza di progetto possono beneficiare di un consistente apporto di risorse da parte del settore privato, se ricorrono le necessarie condizioni economiche.
- **Maggiore certezza sui tempi di investimento:** i progetti realizzati con la tecnica della finanza di progetto presuppongono, solitamente, la stipula di un contratto di fornitura dell'impianto, od opera, su base "chiavi in mano" e "a prezzo chiuso".
- **Ottimizzazione della gestione delle attività operative:** la società di progetto stipula contratti con le diverse controparti coinvolte nel progetto, ognuna dotata dell'esperienza e delle competenze idonee all'ottimizzazione della gestione di una specifica attività operativa.
- **Ripartizione dei rischi e dei profitti secondo le esigenze dei partecipanti:** la tecnica consente una equilibrata redistribuzione degli impegni tra tutti i soggetti coinvolti nel

principalmente, sulla durata o sul contributo alla gestione. In diritto italiano questa problematica rientra nell'alveo d'applicazione dell'art.19, comma 2-bis della legge 109/94 e ss.mm.ii..

²² Un classico esempio dell'importanza fondamentale dell'adempimento contrattuale, in questo tipo di operazioni, è rappresentato dal diritto di subentro, il c.d. *step-in right*, sancito in diritto italiano dall'art.37-octies della legge 109/94 e ss.mm.ii., in base al quale la risoluzione del contratto di concessione di realizzazione e gestione di opere pubbliche, o di pubblica utilità, per cause attribuibili al concessionario, può essere evitata qualora gli enti finanziatori riescano a sostituire il concessionario inadempiente. Questa modalità costituisce un chiaro esempio di autotutela contrattuale, in cui si privilegia il proseguimento del rapporto, attraverso una novazione soggettiva, piuttosto che un'azione per inadempimento.

progetto, in modo da bilanciare il peso tra rischi assunti e benefici attesi.

Dal punto di vista delle criticità possono essere indicati i seguenti punti:

- **Complessità del processo di identificazione ed allocazione dei rischi:** la finanza di progetto si caratterizza per un livello elevato di complessità delle negoziazioni tra i diversi soggetti coinvolti nell'operazione.
- **Estensione dei tempi di avvio dell'iniziativa:** data la complessità dell'operazione²⁴, la realizzazione di un'opera in finanza di progetto può richiedere un tempo necessario "all'avvio dei lavori" superiore rispetto a quello di un appalto tradizionale.
- **Maggiori costi di strutturazione dell'operazione:** la strutturazione di un'operazione di finanza di progetto presenta un costo normalmente superiore rispetto a quello di un appalto tradizionale (ciò dipende in particolare dagli effetti determinati dal coinvolgimento di diversi soggetti nei progetti e dai conseguenti oneri che si registrano sul fronte legale, tecnico, economico, ecc.).
- **Rigidità della struttura dell'operazione:** una volta completata la strutturazione dell'operazione dal punto di vista contrattuale, la finanza di progetto presenta un elevato grado di rigidità in termini di procedure e di adempimento delle clausole prefissate.

Nell'utilizzo della tecnica, l'elemento centrale di riuscita è l'attenta analisi dell'iniziativa che si intende intraprendere. Le opportunità e le criticità devono essere analizzate volta per volta nel caso concreto. L'estensione di questo strumento alle relazioni tra pubblico e privato, mirate alla promozione e al finanziamento di infrastrutture pubbliche²⁵, ha fatto sì che la stessa tecnica sia attivata anche per progetti di dimensione più contenute, anche all'interno di realtà locali²⁶, dove un'amministrazione può essere interessata a costruire, ad esempio, un parcheggio, un impianto di smaltimento dei rifiuti, un impianto idrico, una scuola o una casa per anziani²⁷. Secondo le rilevazioni statistiche effettuate nel caso italiano²⁸, infatti, il maggior numero di proposte relative ad opere da realizzare in PF riguarda proprio opere di realtà locali quali parcheggi,

²³ Sul tema si veda anche Belelli D., Opportunità e vantaggi del project financing, *Azienditalia*, 1996, n.12, pagg. 893-895.

²⁴ Questa può essere riassunta nella difficoltà d'identificare un punto di incontro tra le diverse esigenze pubblicistiche e privatistiche, che si traduce nella complessità della procedura da intraprendere, nonché nella delicata negoziazione del contratto di concessione.

²⁵ Si rimanda su tale punto a Tedeschi U., De Angelis P., Project financing: uno strumento alternativo per finanziare grandi opere, *Amministrazione e Finanza*, 1998, n.15-16, pagg.48-51 e Ragusa L., De Angelis P., Project Financing: il settore pubblico può ampliare l'utilizzo, *Amministrazione e Finanza*, 1998, n.17, pagg. 41-44.

²⁶ Ma su tale argomento si veda anche Menaldi V., Gracili R., Gracili L., Problemi del project financing per gli investimenti degli Enti Locali, *Studi e note di economia*, 1997, n.3, pagg. 167-190.

²⁷ Cfr. Malatesta C.P., *La finanza di progetto*, DenaroLibri, Napoli, 2002, pag. 6.

²⁸ Si veda a tal proposito l'osservatorio sul *project financing* dell'Unità Regionale Finanza di Progetto della Regione Lombardia o l'osservatorio sulla finanza di progetto dell'OICE (www.oice.it).

impianti sportivi, opere idriche e strutture socio-sanitarie. In generale, si può affermare che il PF si presta ad essere applicato soprattutto a settori con prodotto omogeneo, tecnologie consolidate, vasta diffusione del prodotto e domanda rigida. In questi settori è possibile disporre di solide basi statistiche ed informazioni, per mezzo delle quali effettuare le previsioni dei flussi di cassa del progetto e realizzare il piano economico e finanziario²⁹.

In base alla capacità di generare flussi di cassa e ripagare il costo dell'opera, attraverso la connessa tariffazione del servizio, si possono individuare due tipologie di progetti cui applicare le diverse tecniche del PF³⁰:

- **opere calde od opere a rilevanza imprenditoriale:** progetti che si ripagano autonomamente tramite i flussi derivanti dalla gestione dell'opera, ovvero quei progetti dotati di una capacità intrinseca di generare reddito attraverso ricavi da utenza (c.d. ricavi commerciali) che consentono al soggetto privato un integrale recupero dei costi di investimento³¹;
- **opere fredde od opere senza rilevanza imprenditoriale:** progetti che richiedono una componente di contribuzione pubblica, ossia quelle opere i cui ricavi commerciali sono di per se stessi insufficienti a generare ritorni economici idonei a ripagare interamente le risorse impiegate per la loro realizzazione e, quindi, a stimolare il coinvolgimento di capitali privati, ma la cui realizzazione sviluppa rilevanti esternalità positive, tali da giustificare l'erogazione di una componente di contribuzione pubblica.

Nel caso di applicazione della tecnica alle opere fredde, è improprio parlare di PF, si deve, piuttosto, far ricorso al concetto di PPP.

Dal costo dell'opera deve essere distinto il costo del singolo servizio erogato. Identificato il soggetto che sostiene il costo dell'erogazione del servizio si possono individuare opere il cui costo è sostenuto interamente dalla pubblica amministrazione, da opere il cui costo è sostenuto dall'utenza tramite un sistema di tariffazione³².

Esempi classici di servizi che non prevedono tariffazione sull'utenza sono rappresentati dalle infrastrutture del servizio sanitario, della pubblica sicurezza e dell'istruzione. In questi casi il costo del servizio è interamente finanziato dai contributi pubblici, quindi essenzialmente dal prelievo fiscale.

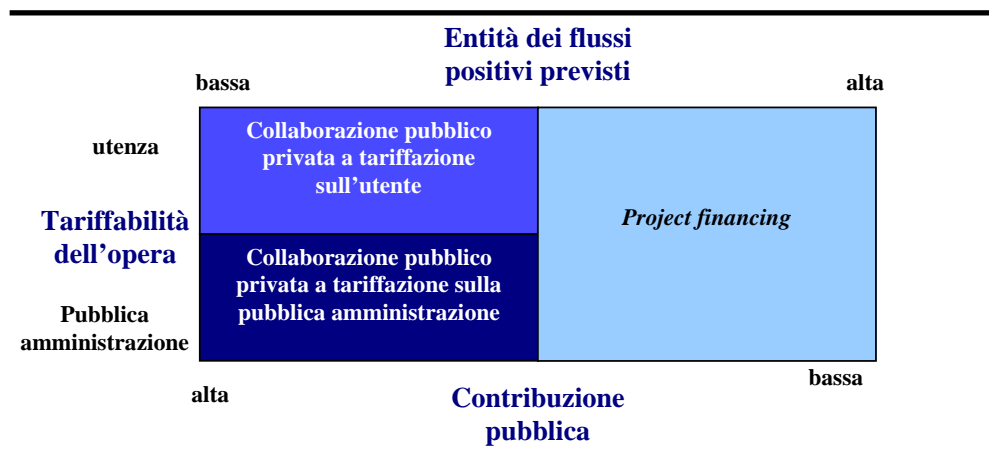
Eliminato: E i di servizi a tariffazione sull'utenza possono invece essere quelli afferenti ad opere sportive, igienico sanitarie, idriche, marittime, di viabil... [1]

In tali settori è possibile passare da una concezione fiscale dell'opera pubblica, in cui la realizzazione dell'infrastruttura è posta a carico delle risorse fiscali e, dunque, dell'intera collettività, ad una di natura più commerciale, nella quale il costo di realizzazione è posto a carico degli utenti in base all'intensità dell'uso che ne è fatto. Ivi è possibile individuare i beneficiari del bene, o servizio, così da poter richiedere un prezzo³³ (rivalità nel consumo) e rendere fattibile la realizzazione di un'operazione di PF³⁴.

Se si esaminano congiuntamente le due variabili oggetto delle precedenti classificazioni, ossia la capacità di generare flussi di cassa per ripagare il costo dell'opera e la tariffabilità della stessa, otterremo tre casi, che saranno oggetto di esame nella seguente pubblicazione:

- a) *project financing*;
- b) collaborazione pubblico-privata a tariffazione sull'utente;
- c) collaborazione pubblico-privata a tariffazione sulla pubblica amministrazione.

Figura 2: project financing e collaborazioni pubblico-private



³³ De Sury P., Miscali M., *Il project finance*, Egea, Milano, 1995, pag XIII "Il coinvolgimento nella realizzazione delle infrastrutture del capitale privato può avvenire a condizione che le infrastrutture si caratterizzino per essere a redditività differita. In altre parole condizione e limite per il coinvolgimento dei privati è la capacità delle opere di produrre i ritorni finanziari idonei a coprire i costi di realizzazione delle stesse, i costi di gestione e a remunerare il capitale investito. Quindi deve trattarsi di opere il cui utilizzo determina per l'utenza l'obbligo di pagamento di un corrispettivo che, per i servizi pubblici, è la tariffa".

³⁴ Per tali tipologie di opere, l'art.46, comma 3 della legge 30 dicembre 1992, n. 504, stabilisce che l'equilibrio economico-finanziario dell'investimento deve essere raggiunto attraverso il conseguimento dei ricavi di gestione calcolati sulla base di tariffe che devono essere determinate in modo da assicurare l'integrale copertura dei costi operativi di gestione e degli oneri di ammortamento tecnico e finanziario. Per tali opere è possibile pensare ad un'applicazione della tecnica del *project financing*.

1.4. La strutturazione dell'operazione: procedura di realizzazione

Nel sistema giuridico vigente, dal punto di vista operativo, è possibile distinguere due principali schemi di realizzazione³⁵ delle opere tramite finanza di progetto o collaborazione pubblico privata:

- procedura ad iniziativa pubblica o procedura tradizionale;
- procedura ad iniziativa privata o procedura attivata dal c.d. promotore

1.4.1. Procedura ad iniziativa pubblica

Nel caso della procedura ad iniziativa pubblica, l'operazione si sviluppa in 5 fasi principali:

- **inquadramento programmatico.** L'amministrazione in questa prima fase costruisce il quadro delle proprie esigenze attraverso l'analisi della domanda di opere pubbliche, predisponendo progetti preliminari e studi di fattibilità a sostegno del programma triennale e del relativo aggiornamento. In tali documenti sono contenuti anche i lavori pubblici oggetto di finanza di progetto.
- **Gara per la scelta del concessionario.** Una volta acquisito il progetto preliminare e gli studi, la pubblica amministrazione procede all'affidamento della concessione di costruzione e gestione dell'opera individuata. In questa fase la pubblica amministrazione pubblica il bando di gara, seleziona i concorrenti da invitare alla gara (fase di prequalifica), redige i rimanenti documenti di gara, inoltra le lettere di invito ai concorrenti selezionati, riceve le offerte da parte dei concorrenti, valuta tali offerte e provvede ad affidare il contratto di concessione.
- **Costruzione.** Ottenuta la concessione, il soggetto aggiudicatario può (oppure deve se la prescrizione è stata imposta dal bando di gara) costituire una società di progetto. Quest'ultima diventa la concessionaria subentrando nel rapporto di concessione all'aggiudicatario, senza necessità di approvazione o autorizzazione. Per dar avvio ai lavori, occorre completare la negoziazione e la stipula dei contratti di costruzione con

³⁵ Per approfondimenti a livello teorico si veda Imperatori G. in "Il project financing: una tecnica, una cultura, una politica, edizioni Il Sole 24Ore, Milano, 1995 pag. 109. L'Autore sostiene che "ai fini puramente espositivi un'operazione di PF può essere scomposta in tre fasi logiche: identificazione dell'iniziativa, realizzazione e successiva gestione". Si veda anche Mazzoleni M., Il project financing, in Pignatti O., Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli enti locali, Maggioli editore, Rimini, 2001, pagg. 183-184. Per approfondimenti a livello giuridico e sulle altre procedure tramite cui è possibile realizzare opere in project financing in Italia si veda Unità tecnica finanza di progetto, Relazione sull'attività nel periodo Luglio 2000 – Dicembre 2001, pagg.194-217.

gli appaltatori i quali definiscono, a loro volta, gli accordi con i subappaltatori ed i fornitori e danno al concessionario le garanzie di completamento nei tempi e nei costi preventivati. Gli investitori e gli azionisti iniziano a versare il capitale addizionale e le banche erogano i finanziamenti per la costruzione.

- **Gestione.** In questa fase sono attivati i conti tramite cui si provvederà alla gestione dei flussi di incasso e pagamento della SPV durante la vita operativa. I finanziatori verificano che il progetto sia stato completato e funzioni secondo quanto previsto a livello contrattuale. Durante la fase di gestione i servizi saranno forniti agli utenti o l'opera sarà concessa alla pubblica amministrazione dietro corresponsione di canoni di locazione e dei relativi servizi.
- **Trasferimento delle opere all'amministrazione o eventuale rinegoziazione della concessione.** Ultimata la fase di gestione, l'opera rientra nella disponibilità propria dell'amministrazione committente, generalmente senza il pagamento di alcun corrispettivo. La concessione può essere rinegoziata solo al ricorrere delle condizioni, e nei limiti, indicati dall'art. 19, comma 2bis della legge 109/94 e ss.mm.ii.³⁶.

Tabella 1: fasi, competenze e scadenze nell'operazione di finanza di progetto ad iniziativa pubblica

FASE	COMPETENZA	SCADENZA	RUOLO-ATTIVITÀ DELLA PA
Inquadramento programmatico	Pubblica amministrazione	- Entro il 30 Settembre ³⁷	- Controllo del territorio - Programmazione
Gara per la scelta del concessionario	Pubblica amministrazione	- Nei tempi previsti dal programma triennale ed elenco annuale lavori pubblici	- Selezione - contraente
Esecuzione	Società concessionaria	- nei tempi previsti dalla proposta di convenzione	- Facilitazione - Partner - Garante
Gestione	Società concessionaria	- durata della concessione	- utente-cliente - controllo
Trasferimento delle opere all'amministrazione	Società concessionaria	- alla scadenza della concessione	- proprietario

³⁶ Il secondo periodo dell'art. 19, comma 2bis recita: " I presupposti e le condizioni di base che determinano l'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione, da richiamare nelle premesse del contratto, ne costituiscono parte integrante. Le variazioni apportate dall'amministrazione aggiudicatrice a detti presupposti o condizioni di base, nonché norme legislative o regolamentari che stabiliscano nuovi meccanismi tariffari o nuove condizioni per l'esercizio delle attività previste dalla concessione, qualora determinino una modifica dell'equilibrio del piano, comportano la sua necessaria revisione da attuare mediante rideterminazione delle nuove condizioni di equilibrio, anche mediante la proroga del termine di scadenza della concessione...".

³⁷ L'approvazione del programma triennale avviene contestualmente all'approvazione del bilancio preventivo dell'ente, ossia ordinariamente entro il 31 dicembre di ogni anno.

1.4.2. Procedura ad iniziativa privata

La procedura ad iniziativa privata, o con il c.d. promotore, condivide con la procedura ad iniziativa pubblica molte fasi, cui se ne aggiungono delle altre:

- **Inquadramento programmatico.** Anche in tal caso l'amministrazione costruisce il quadro delle proprie esigenze attraverso l'analisi della domanda di opere pubbliche, predisponendo studi di fattibilità a sostegno del programma triennale³⁸ e del relativo aggiornamento. In tale procedura sono i promotori a presentare proposte di opere pubbliche o di pubblica utilità suscettibili di realizzazione con risorse private, predisponendone i relativi documenti a condizione che tali opere siano state inserite dalla pubblica amministrazione nel programma triennale .
- **Presentazione della proposta.** Successivamente all'inserimento nel programma triennale dell'opera da realizzarsi attraverso la finanza di progetto, la amministrazione aggiudicatrice dà avviso e pubblicità della stessa tramite avvisi indicativi. La pubblica amministrazione può procedere alla pubblicazione di un avviso di sollecitazione della proposta da parte dell'amministrazione. In questa fase il promotore elabora la proposta e la presenta all'amministrazione interessata.
- **Valutazione di fattibilità delle proposte.** Ricevute le proposte, l'amministrazione deve verificare l'assenza di elementi ostativi alla realizzazione delle iniziative e comparare, qualora vi fossero più proposte, le diverse alternative per individuare quelle meritevoli di realizzazione. In tale fase saranno verificati taluni elementi³⁹ per comprendere l'effettiva validità delle proposte. Nel caso di valutazione positiva, la pubblica amministrazione fa proprio il progetto, dichiarandolo di pubblico interesse e successivamente ne mette a base di gara alcuni degli elementi essenziali.
- **Affidamento in concessione.** Valutate positivamente le proposte di PF, individuando il promotore, la amministrazione aggiudicatrice deve porre in gara l'opera per individuare il realizzatore della stessa, cui è affidata la costruzione dell'opera, tramite contratto di concessione e gestione. La procedura da seguire per giungere all'individuazione del concessionario è articolata in due fasi. Inizialmente è indetta una

³⁸ Nel programma triennale possono essere inserite anche proposte di intervento relative alla realizzazione di opere pubbliche e studi di fattibilità ritenuti di pubblico interesse presentati oltre che da soggetti pubblici anche da privati così come previsto dal primo comma, dell'articolo 37 *bis* della legge 109 del 1994 e ss.mm.ii.

³⁹ Si veda per un maggior dettaglio art. 37 *ter* della legge 109 del 1994 e ss.mm.ii..

gara al termine della quale l'amministrazione seleziona le due migliori offerte. In un secondo momento è avviata una negoziazione tra il promotore e i soggetti che hanno presentato le due migliori offerte in sede di prima gara, onde migliorare il risultato stesso. Una volta giunti all'individuazione del soggetto attuatore, si aggiudica il contratto di concessione e gestione.

Per quanto attiene le successive fasi, ossia la fase di costruzione, gestione e trasferimento delle opere all'amministrazione, od eventuale rinegoziazione della concessione, vale quanto già detto a proposito della procedura ad iniziativa pubblica.

Tabella 2 : fasi, competenze e scadenze nell'operazione di finanza di progetto ad iniziativa privata

FASE	COMPETENZA	SCADENZA	RUOLO-ATTIVITÀ DELLA PA
Inquadramento programmatico	Pubblica amministrazione	- entro il 30 Settembre ⁴⁰	- Controllo del territorio - Programmazione
Proposta	Promotore	- 30 Giugno o 31 Dicembre	
Valutazione di fattibilità della proposta	Pubblica amministrazione	- entro quattro mesi dalla ricezione della proposta	- Valutazione
Affidamento dei lavori	Pubblica amministrazione	- entro tre mesi dalla pronuncia di fattibilità della proposta	- Selezione - Contraente
Esecuzione	Promotori o società di progetto	- nei tempi previsti dalla proposta di convenzione	- Facilitazione - Partner - Garante
Gestione	Promotori o società di progetto	- durata della concessione	- Utente-cliente - Controllo
Trasferimento delle opere all'amministrazione	Promotori o società di progetto	- alla scadenza della concessione	- Proprietario

⁴⁰ L'approvazione del programma triennale avviene contestualmente all'approvazione del bilancio preventivo dell'ente, ossia ordinariamente entro il 31 dicembre di ogni anno.

Bibliografia

- **AA.VV.**, *Il project financing*, Egea, Milano, 1997
- **Baldi G., De Marzo**, *Il project financing nei lavori pubblici*, Ipsoa, 2001, n.1
- **Belelli D.**, *Opportunità e vantaggi del project financing*, Azienditalia, 1996, n.12
- **Bianchi M.**, *Organizzare il PF*, Azienditalia, 1998, n.5
- **Boccia F. Nigro M.**, *La finanza innovativa*, Il sole 24 ore, 2000
- **Boeri T., Cohen R.**, *Analisi dei progetti di investimento*, Egea, Milano, 1999
- **Briguglio E.**, *La riforma del project finance*, in atti del convegno "la riforma del project financing" Milano 7-8 Ottobre 2002
- **Caputo Nassetti F.**, *Valutazione e predisposizione del piano economico-finanziario: l'asseverazione bancaria e le responsabilità connesse all'asseverazione*, Atti del convegno "la riforma del project financing" Milano 7-8 Ottobre 2002
- **D'Andrea S.**, *Profili tributarie e finanziari delle operazioni di project financing*, in Vaccà C., *Il project financing*, Egea, Milano, 2002
- **De Sury P., Miscali M.**, *Il project finance*, Egea, Milano, 1995
- **Dosi C.**, *Gli studi di fattibilità degli investimenti pubblici: finalità e requisiti*, Progetto Nuval
- **Draetta U.**, *Il project financing nella prassi del commercio internazionale*, Dir. Comm. Int., 1994
- **Fontana F., Sandri S., Caroli G.**, *Il project financing nelle strategie di sviluppo dell'impresa e del territorio*, Luiss edizioni, Roma, 2001
- **Foschi M., Serlenga P.**, *Il ricorso alla finanza privata nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici*, Roma, 2001
- **Galullo R.**, *Il leasing finanziario nella pubblica amministrazione*, Il sole 24 ore, 2002
- **Gatti S.**, *Manuale del Project finance*, Bancaria editrice, Roma, 1999
- **Imperatori G.**, *Il project financing – Una tecnica, una cultura, una politica*, Il sole 24 ore, Milano, 1995
- **Insigna F.**, *Le tecniche del project financing*, Amministrazione e finanza, 1995, n. 20

- **Insingna F.**, *Project financing: lo studio di fattibilità e l'analisi dei rischi*, Amministrazione e finanza, 1996, n. 10
- **Lo Cicero M.**, *Project vs corporate financing*, Rassegna economia, 1996, n.4
- **Macmillian N.R.**, *Risk and International Project Finance*, the World of Banking, January-February, 1984
- **Malatesta C.P.**, *La finanza di progetto*, DenaroLibri, Napoli, 2002
- **Mazzara L.**, *Il project financing: caratteristiche tecniche*, Azienditalia, 1996, n.12
- **Mazzoleni M.**, *Il project financing*, in Pignatti O., *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli enti locali*, Maggioli editore, Rimini, 2001
- **Menaldi V., Gracili R., Gracili L.**, *Problemi del project financing per gli investimenti degli enti locali*, Studi e note di economia, 1997, n. 3
- **Miscali M.**, *Aspetti fiscali del project financing*, Liuc Papers, 1994, n.6
- **Nevitt P.**, *Project financing*, Milano, 1988
- **Ordine degli Ingegneri della Provincia di Napoli**, *Ingegneri. La finanza di progetto*, Denaro Libri, Napoli, 2002
- **Ragusa L, De Angelis P**, *Project financing: il settore pubblico può ampliare l'utilizzo*, Amministrazione e Finanza, 1998, n.17
- **Tamburi G., Salvato C.**, *Privatizzare con il Project financing*, CESPEP, Milano, 1994
- **Tedeschi U., De Angelis P.**, *Project financing: uno strumento alternativo per finanziare grandi opere*, Amministrazione e Finanza, 1998, n. 15-16
- **Treasury Taskforce, NHS Executive**, *Public Private Partnerships in the National Health Service*, the private finance initiative
- **Unità Tecnica Finanza di Progetto**, *Relazione sull'attività del periodo Luglio 2000 – Dicembre 2001*, Roma, 2002
- **Vadalà S.**, *La parola project financing*, Lettera Irpet, Firenze, 1997
- **Valerio S.**, *Project financing: le fonti di finanziamento*, Amministrazione e finanza, 1996, n. 12

