

Lo strumento del Project financing

di Marco Loro

Il "project financing", c.d. anche "progetto di finanza", rappresenta un "nuovo" strumento, quanto meno in termini di fattiva massiva applicazione, posto che la legge istitutiva è del 1994, attraverso il quale le Pubbliche Amministrazioni vengono poste in grado di realizzare, per "mano" di privati, opere di interesse pubblico. Quindi senza dover utilizzare proprie fonti di finanziamento.

È per questo motivo che lo stesso viene considerato quale vera e propria tecnica finanziaria, basata sulla capacità della singola iniziativa edilizia di generare nel tempo flussi di cassa idonei a ripianare l'indebitamento contratto per il finanziamento e remunerare il capitale di rischio investito per la realizzazione dell'opera stessa.

La natura dell'operazione e le finalità dalla medesima perseguite conducono a prediligere progetti caratterizzati da un c.d. "ciclo economico" molto lungo, vale a dire l'esecuzione di opere pubbliche la cui gestione sia tale da garantire costanti flussi di cassa per lassi temporali su base decennale.

Volendo sintetizzare le principali caratteristiche del *project financing* si potrebbero indicare:

- il *progetto*, ovvero l'opera pubblica, la cui realizzazione ma soprattutto gestione, viene valutata sotto il profilo della sua capacità di generare flussi di cassa, vale a dire la sua capacità di costituire fonte di reddito;
- i *flussi di cassa* connessi alla gestione dell'opera: si pensi ad un palazzetto dello sport piuttosto che non ad un parcheggio pubblico, i quali rappresentano la fonte primaria per il rimborso del debito, quello contratto con le banche per il reperimento dei fondi necessari alla costruzione, nonché per la remunerazione del capitale di rischio investito (c.d. "margine d'impresa");
- la *fase di gestione dell'opera* che, al pari della costruzione, viene valutata, seppur in proiezione, sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo, posto che solo una gestione efficace e qualitativamente elevata è in grado di generare i flussi di cassa utili al soddisfacimento di tutte le parti interessate, vale a dire pubblica amministrazione, banche e privati promotori/concessionari;

d) le *garanzie* connesse all'operazione, le quali hanno natura contrattuale piuttosto che non reale, in quanto non si fondano sul valore del bene realizzato bensì sulla sua capacità reddituale;

e) il *processo di negoziazione*, tra i soggetti coinvolti, sulla ripartizione dei rischi dell'iniziativa.

L'istituto si concretizza quindi in una particolare forma di cooperazione fra una pluralità di soggetti, pubblici e privati, il cui fulcro è costituito dalla previsione dei citati flussi di cassa, o "cash flow"; non invece sulla capacità di indebitamento o solvibilità dei soggetti privati (sponsor) o sul valore delle garanzie reali che è possibile mettere a disposizione dei soggetti finanziatori.

Gli Istituti di Credito, deputati alla verifica (asseverazione) del piano economico-finanziario, elemento primario ai fini della valutazione di pubblico interesse del progetto di finanza, esprimono il proprio giudizio sulla capacità del progetto di autofinanziarsi, c.d. "self liquidating", sull'attitudine del progetto di ripagare il debito e di costituire idonea remunerazione al rischio d'impresa.

Alla luce dei suddetti elementi emerge quindi la notevole differenza esistente rispetto alla prassi normalmente invalsa, nell'ambito del finanziamento dell'attività imprenditoriale. Questa trova ragione nella sola affidabilità creditizia dell'operatore economico sulla base della consistenza patrimoniale dell'impresa o delle garanzie reali rilasciate dalla stessa o da terzi.

Nel *project financing*, infatti, viene valutata precipuamente la validità del progetto, seppur sotto il profilo della sua capacità di generare *cash flow*.

Primo elemento funzionale, quindi, è la finanziabilità del progetto, in quanto non tutte le opere di interesse pubblico sono caratterizzate da una autonoma capacità di autofinanziarsi.

I settori principali in cui è possibile individuare progetti aventi tali caratteristiche, in via esemplificativa e non esaustiva, sono quelli dell'energia, delle infrastrutture, dei trasporti e delle telecomunicazioni, settori in cui è possibile addivenire ad un soddisfacente bilanciamento tra livello di rischio e rendimento economico dell'opera.

Secondo elemento funzionale è quello della concentrazione del finanziamento in un autonomo "centro di imputazione", vale a dire in un unico soggetto economico, cosiddetta "società veicolo" la quale perseguirà in via esclusiva la realizzazione e la gestione del progetto.

Ciò persegue il fine di attuare un vero e proprio isolamento economico-finanziario dell'iniziativa rispetto alle altre attività dei promotori (*ring fence*). Ne consegue un vantaggio sia per gli sponsor, che nel proprio stato patrimoniale delle altre attività ai medesimi riconducibili non vedranno risultare il debito contratto per il progetto di finanza, così mantenendo immutata la loro capacità di credito nei confronti del sistema bancario; sia per i soggetti finanziatori, i quali ultimi avranno garantita la circostanza di destinare tutti i flussi di cassa correlati alla gestione dell'opera al solo soggetto che ha goduto del finanziamento, senza pericolo di dispersione o occultamento.

Terzo elemento funzionale è quello della partecipazione all'iniziativa di una pluralità di soggetti, aventi ciascuno una propria professionalità, quindi l'esistenza di un approccio multidisciplinare idoneo a garantire un elevato livello qualitativo e tecnico-finanziario.

Venendo all'individuazione dei principali soggetti coinvolti in un'operazione di *project financing* possiamo procedere ad un'elencazione di questo tipo:

1. Promotori (sponsor);
2. Società di progetto;
3. Amministrazione Pubblica;
4. Investitori;
5. Finanziatori;
6. Consulenti (advisor);
7. Realizzatori dell'iniziativa (general contractors);
8. Controparti commerciali;
9. Garanti;
10. Società indipendenti.

I PRINCIPALI SOGGETTI COINVOLTI IN UN'OPERAZIONE DI PROJECT FINANCING

Sinteticamente possiamo dire che i *promotori* sono i soggetti che promuovono la realizzazione del progetto, apportano i capitali necessari e procedono al coinvolgimento di tutti gli altri soggetti.

Le *società di progetto* sono il soggetto giuridico gestionale e di coordinamento dei partecipanti all'iniziativa.

Le *pubbliche amministrazioni* sono invece le proprietarie dei beni immobili su cui verrà realizzata l'opera, la quale potrà essere inserita nel c.d. piano triennale delle opere pubbliche ovvero costituire oggetto di specifico bando di gara.

Gli *investitori* normalmente coincidono con i promotori ma possono far parte di essi non solo le stesse pubbliche amministrazioni bensì anche i finanziatori, cosa che accade allorché l'originalità, qualità e validità del progetto gli attribuiscono un elevato rendimento economico.

I *finanziatori* sono costituiti, naturalmente, dalle istituzioni creditizie.

I *consulenti* si possono dividere in legali, tecnici o finanziari in considerazione del relativo settore di appartenenza e il loro contributo è indispensabile, considerata la notevole complessità del progetto.

I *realizzatori* sono normalmente rappresentati dalle società di ingegneria, progettazione, costruzione e fornitura incaricate dell'esecuzione materiale dell'opera.

Per *controparti commerciali*, invece, ci si riferisce non solo ai fornitori di materie prime o di servizi - i quali sono coinvolti a vario titolo in sede di realizzazione o gestione dell'opera - bensì anche agli utilizzatori (clienti, utenti) dell'opera stessa.

I *garanti* sono coloro i quali in termini reali, personali o assicurativi garantiscono la copertura totale o parziale dei vari rischi connessi alla realizzazione e gestione dell'opera medesima, soggetti questi che potrebbero anche non essere coinvolti nel progetto proprio in considerazione del fatto che le garanzie nel *project financing* hanno, come detto, natura prevalentemente contrattuale.

Le *società indipendenti*, infine, sono costituite da quei soggetti a cui vengono demandati i compiti di valutare in punto tecnico la validità dell'opera, la cui indipendenza, appunto, è giustificata dalla necessità di scongiurare contaminazioni con i soggetti che "partecipano al capitale di rischio".

LA PROPOSTA DI PROJECT FINANCING

La proposta di *project financing*, in generale, deve contenere:

- a) uno *studio di inquadramento territoriale e ambientale*, con riguardo al concreto livello di inserimento e di compatibilità dell'opera nel contesto edilizio e urbanistico di riferimento;
- b) uno *studio di fattibilità*, contenente i principali elementi descrittivi del progetto, del servizio proposto e dell'iniziativa in genere;
- c) un *progetto preliminare*, atto a rappresentare graficamente l'opera nei suoi aspetti funzionali, architettonici e urbanistici generali;
- d) uno *schema di convenzione* contenente le disposizioni che disciplinano e vincolano il promotore, ovvero il soggetto che realizzerà e gestirà l'opera in ogni aspetto rilevante il rapporto, con la stazione appaltante-pubblica amministrazione concedente;
- e) un *piano economico-finanziario* asseverato da un istituto di credito, o da società di servizi costituite dall'istituto di credito stesso e iscritte nell'elenco generale degli intermediari finanziari, o da una società di revisione, il quale attesti l'esistenza di una capacità reddituale intrinseca dell'opera idonea a garantire l'autofinanziamento dell'intera operazione;
- f) una rappresentazione delle *caratteristiche del servizio e della gestione*.

Una volta ricevuta idonea proposta, le amministrazioni interessate devono valutarne la fattibilità sotto diversi profili, ovvero costruttivo, urbanistico, ambientale, della qualità progettuale, della funzionalità, della fruibilità dell'opera, dell'accessibilità al pubblico, del rendimento, del costo di gestione e di manutenzione, della durata della concessione, dei tempi di ultimazione



dei lavori della concessione, delle tariffe da applicare, della metodologia di aggiornamento delle stesse, del valore economico e finanziario del piano e del contenuto della bozza di convenzione.

Le amministrazioni, in tale sede, verificano anche l'assenza di elementi ostativi alla realizzazione e, tra le diverse proposte, provvedono ad individuare quelle che ritengono di pubblico interesse.

Tra gli aspetti tecnici di rilevanza finanziaria, merita un modesto approfondimento quello relativo al cosiddetto ciclo di vita dell'opera, qui da intendersi come il periodo entro il quale l'opera pubblica dovrà generare un flusso di cassa, attraverso le tariffe del servizio, tale da remunerare il capitale iniziale e il tasso di rendimento atteso dal concessionario.

VITA UTILE DI UN'OPERA

In linea generale la vita utile di un'opera è il periodo entro il quale la stessa adempie alle prestazioni funzionali che le sono state assegnate al momento del suo concepimento. Di conseguenza è il tempo entro il quale essa assolve, con sufficiente soddisfazione, la propria funzione abitativa o funzionale, sia essa di tipo residenziale, che per attività terziaria, o per altre destinazioni d'uso.

La vita utile è quindi un dato di progettazione, che deriva da una scelta - generalmente comportante aspetti di natura economica - effettuata all'atto di programmare l'intervento di costruzione e di finanziamento.

Tale determinazione comporta una serie di ulteriori scelte, che vanno dalle tecnologie e materiali da adottarsi, più o meno resistenti a seconda della durata ipotizzata affinché l'opera assolva il proprio compito; alla destinazione o destino dell'opera una volta decorso il proprio ciclo di vita, con conseguente trasferimento della stessa in quanto ormai economicamente ammortizzata, ovvero alienazione sino alla sua distruzione ove non più idonea alla propria funzione.

Il concetto di vita utile, in ogni caso, non può prescindere da una normale ed efficace manutenzione, sì da evitare degradi eccessivi che potrebbero accelerare la perdita di funzionalità dell'opera; mentre corretti interventi manutentivi, frequenti e mirati, potrebbero addirittura innalzare la vita media dell'opera stessa, trattasi in ogni caso di vita utile funzionale.

Il termine di vita utile, nel caso di finanza di progetto, è invece riferito ad aspetti di natura prettamente economica, servendo a definire il calcolo degli ammortamenti teorici, posto che al termine del suddetto ciclo, l'opera passa nella piena disponibilità della pubblica amministrazione.

Il ciclo di vita utile, inteso nel senso economico sopra citato, è governato dai tre momenti fondamentali del processo, ovvero: progettazione, costruzione e gestione.

Strettamente legato al concetto di vita utile, nel progetto di finanza, vi è quello di costo globale (life cycle cost o LCC), vale a dire la somma dei costi ai quali l'opera è sottoposta nell'arco della sua vita utile (vita finanziaria). Essa comprende tanto i costi di progettazione, che di costruzione e di gestione. Que-

st'ultima è quella più delicata in quanto riferita a lassi temporali molto lunghi, quindi soggetti ad un elevato numero di variabili, a costi correnti significativi quanto complessi, come sono quelli amministrativi, gestionali e manutentivi e ad una elevata incidenza del rischio.

RAPPORTO TRA PROMOTORE E PUBBLICA AMMINISTRAZIONE

Rientrano quindi, a titolo esemplificativo, tra gli elementi che il promotore deve mettere a disposizione della pubblica amministrazione, onde procedersi alla valutazione tecnico-finanziaria:

- a) l'indicazione delle metodologie tecniche di raggiungimento degli obiettivi del pubblico servizio;
- b) la redazione di progetti preliminari delle varie parti e funzioni;
- c) l'esposizione sommaria dei costi del progetto;
- d) la relazione finanziaria sui ricavi e la durata della concessione del servizio;
- e) l'analisi c.d. costi - benefici.

Sinteticamente, mentre le metodologie tecniche illustreranno le scelte del progetto in relazione agli obiettivi e al contesto ambientale in cui si collocano, il progetto preliminare sarà articolato per tutte le parti funzionali, da quelle edili a quelle impiantistiche.

Cuore del progetto sarà la relazione finanziaria, in cui oltre ai costi di realizzazione del progetto saranno indicati i livelli tariffari del servizio pubblico e il periodo richiesto della concessione, oltre all'importo del rimborso per il progetto in caso di mancata aggiudicazione.

Per quanto altro concerna la procedura amministrativa si rimanda alle norme di cui alla legge n. 109 del 11 febbraio 1994, "Legge quadro in materia di lavori pubblici", ovvero agli articoli 37 bis, ter e quater, i cui contenuti sono traslati all'interno del decreto legislativo n. 163 del 12 aprile 2006, "Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE", negli articoli 153, 154 e 155.

Tale procedura si snoda in tre distinte e autonome fasi: la prima relativa alla presentazione delle proposte (progetti) da parte dei privati (art. 153), la seconda relativa alla valutazione delle proposte (art. 154) e la terza ad una procedura negoziata (art. 155) tra il promotore la pubblica amministrazione e i partecipanti alla gara.

CONCLUSIONI

In conclusione, il progetto di finanza si presenta sì come uno strumento adatto a risolvere o soddisfare peculiari necessità e/o esigenze pubbliche, senza che il relativo costo venga posto a carico della pubblica amministrazione, ma ciò con il rischio, oltre a quelli già citati, se non di sostituzione programmatica o decisionale, di sicura rilevante influenza da parte di interessi privatistici nei confronti delle pubbliche amministrazioni interessate.

Studio legale Loro & Partners
Avv. Marco Loro, info@studioloro.it