

Il project financing

**Patrizia Gomiero
Giada Alegiani**

Studio del lavoro

di Cristina Giorgiantonio e Valentina Giovaniello

**Infrastrutture e project financing in Italia:
Il ruolo (possibile) della regolamentazione**

**Banca d'Italia
Novembre 2009**

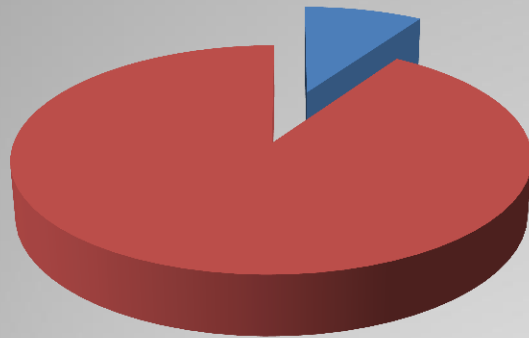
Project Financing (PF finanza di progetto)

Cooperazione tra soggetti pubblici e privati miranti a garantire un finanziamento di un progetto in grado di generare, nella fase di gestione, flussi di cassa sufficienti a rimborsare il debito contratto per la sua realizzazione e remunerare il capitale di rischio.

Le operazioni di *public-private partnership* (PPP) possono essere:

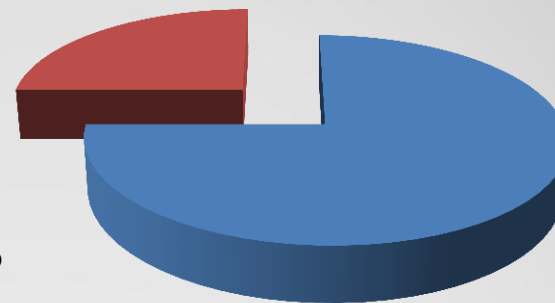
- *Public-private partnership contrattuale* (PPPC) la cooperazione tra privato e pubblica amministrazione si basa su un contratto
- *Public-private partnership istituzionalizzato* (PPPi) la cooperazione tra pubblico e privato avviene attraverso la costituzione di un'entità specifica

Spagna



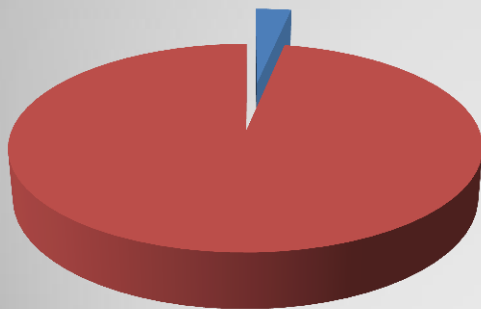
■ 9% PPP 13%
del valore
■ 91% altro

Regno Unito



■ 75% PPP
60% del
valore
■ 25% altro

Francia Germania, Italia e Portogallo



■ 3/6% PPP
■ 97/94%
altro

PPPc periodo 1990/2006

In Italia?

Aumento PPP a seguito dell'introduzione di una nuova disciplina

INTERVENTI- non complessi

- nei servizi pubblici locali (parcheggi, impianti sportivi e cimiteri)
- infrastrutture di trasporto: autostrade, metropolitane.
- ospedali

MOTIVAZIONE

Interventi non molto complessi, con flussi di cassa prevedibili e con rischio di mercato presumibilmente contenuto

“OPERE FREDDI”: canoni predeterminati, non legati sufficientemente alla qualità del servizio.

FINALITA’: non adeguate alle motivazioni

Anziché *repackaging* dei rischi e miglioramento dei costi e qualità

Si cerca di ottenere un anticipo delle spese di costruzione eludendo i limiti posti dall’ordinamento italiano sull’indebitamento.

TEORIA ECONOMICA:

Affidamento della progettazione, costruzione e gestione dell’opera ad un soggetto privato, in genere costituito ad hoc, società di progetto (*bundling*)

Con i ricavi della gestione gran parte del capitale investito viene remunerato.

(tradizionalmente le fasi di finanziamento, costruzione e gestione sono separati)

VANTAGGI E SVANTAGGI DEL PROJECT FINANCING

VANTAGGI:

- rischi e ricavi suddivisi in anticipo
- razionalizzazione dei processi d'investimento
- ottimizzazione della gestione delle varie attività perché coinvolti soggetti specializzati
- compiti e costi delle Amministrazioni pubbliche ridotti

SVANTAGGI:

- indebolimento degli stimoli all'efficienza
- complessità nelle relazioni tra i vari soggetti
- rischio di utilizzo del finanziamento a basso costo eludendo la normativa sull'indebitamento.

INDICAZIONE DELLA TEORIA ECONOMICA:

1) chiara indicazione dei compiti e delle responsabilità della PA

- sulla PA dovrebbero gravare i rischi amministrativi (raccordo tra amministrazioni interessate, atti di gara chiari rappresentanti i bisogni della PA, senza causare ritardi)

2) Corretto disegno delle procedure di selezione del contraente

- margine di discrezionalità della PA, senza restringere la concorrenza
- soluzioni giuridiche finanziarie più adeguate
- incentivi per l'apporto di idee da parte del privato
- maggiore flessibilità individuando gli obiettivi in chiave funzionale

3) Attenzione per la fase contrattuale nel contratto vengono allocati i rischi relativi:

- alla progettazione e costruzione dell'opera (ritardi nella realizzazione, costi più elevati del preventivo, problemi tecnici, mancato rispetto degli standard)
- alla disponibilità del servizio (qualità inadeguata del servizio, produzione inferiore rispetto agli standard)
- variabilità del livello della domanda

ALLOCAZIONE DEI RISCHI

Dovrebbe essere effettuata secondo criteri di efficienza economica, uso di *bonus*, deduzioni e penali;

Previsione e disciplina di clausole:

- che consentano di adottare mutamenti al contratto in modo tale di mantenere l'equilibrio economico-finanziario, per evitare rinegoziazioni costose che condizionino la qualità di servizi, relativi all'opera, ai ricavi della società di progetto
in questo modo si introdurrebbero dei meccanismi di controllo sul livello dei servizi offerti, incentivando un livello d'efficienza più elevato nelle prestazioni verso l'utenza.
- che permettano di identificare chiaramente l'allocazione dei rischi tra soci privati e PA
Se il privato sostiene i rischi può registrare nell'attivo l'opera e gli eventuali pagamenti della PA sono considerati come corrispettivi per erogazione di servizi, quindi una maggiore spesa corrente per la PA.

4) Presenza di presidi che incentivino l'erogazione del capitale privato

- meccanismi che favoriscano la bancabilità dei crediti dell'affidatario con certificazioni del piano economico-finanziario,
- presidi in grado di monitorare le operazioni di PF

INIZIATIVE COMUNITARIE IL... LIBRO VERDE

a) *Adeguata allocazione del rischio amministrativo*

Maggiore chiarezza nel quadro regolamentare dove deve essere definito il ruolo e la responsabilità della PA - previsione di efficaci meccanismi di coordinamento tra i livelli decisionali- presidi giuridici, tecnici ed economici-finanziari in fase di progettazione

b) *Enfatizzazione del dialogo competitivo*

Dialogo competitivo: flessibilità nella scelta del contraente per perseguire meglio l'interesse pubblico attraverso una logica collaborativa e di interazione tra pubblico e privato enfatizzando altresì il rispetto del principio della concorrenza e di parità di trattamento

c) *Attenzione alla fase contrattuale*

Meccanismi che consentano adattamenti ai mutamenti sopravvenuti in corso di contratto, controllo sul livello dei servizi offerti.

NB: carattere dinamico del PPP suscettibile ai cambiamenti macroeconomici, all'evoluzione tecnologica, all'interesse generale

d) *Adeguata tutela dei finanziatori*

Garantendo in via prioritaria le pretese dei finanziatori con la possibilità di sostituirsi al gestore in caso di flussi finanziari al di sotto di un certo livello

Circolarità delle informazioni, scambio di *best practices* garantiscono uno sviluppo del PPP

Spagna



Regno Unito



Germania



Francia



ESPERIENZE IN ALCUNI PAESI EUROPEI

ELEMENTI CARATTERIZZANTI DEL PROJECT FINANCING

1. Allocazione del rischio amministrativo
2. Le procedure di selezione del contraente
3. La disciplina del contratto di affidamento
4. I presidi a tutela delle pretese dei finanziatori

1. L'allocazione del rischio amministrativo

Il Regno Unito

- *Consulenti privati e task force del Ministero del Tesoro individuano gli obiettivi, essi compiono un'approfondita analisi tecnica - economica dei costi*
- Coordinamento tra i vari livelli decisionali della PA che consentono forme di raccordo tra amministrazioni coinvolte
- **Individuazione di best practices (dettagliate ma non vincolanti)** in merito a clausole contrattuali e aspetti anche tecnici.
- Orientamento alla standardizzazione dei progetti e dei contratti

La Spagna

- Attenzione per la fase progettuale: aspetti giuridici, tecnici, economico-finanziari ed allocazione dei rischi
- Accordo preventivo tra le Amministrazioni coinvolte: certificato di fattibilità sotto il profilo tecnico esecutivo già in fase di progettazione e bozza delle condizioni legali, tecniche e finanziarie del contratto e predisposizione di uffici tecnici di verifica dei progetti, consulenza e supporto
- La legge sui contratti pubblici prevede l'obbligo di valutazione costi/benefici per un bilancio positivo del ricorso a PPP

La Francia

- Un accordo preventivo tra i vari livelli della PA non è garantito (il Plan-Etat-Region-Communes è spesso oggetto di revisione e quindi uno strumento instabile)
- Elevata attenzione alla fase progettuale e discreta integrazione tra aspetti tecnici e normativi
- Preliminare valutazione dei costi/benefici
- Commission des Marchés Publics des Etats: valuta la fattibilità tecnica e contrattuale

La Germania

- coordinamento a livello federale
- Dal '91 legge sull'accelerazione della pianificazione delle infrastrutture di trasporto (limita nel settore strade ferrovie la facoltà da parte delle PA locali di impugnare gli atti di gara) sottraendo ai *Länder* la competenza per le opere strategiche che è stata affidata invece a una unità di pianificazione federale “DEGES” con qualità di stazione appaltante
- Problematico il raccordo tra le PA partecipanti ai progetti di competenza dei *Länder*
- Attenzione agli aspetti tecnici: vengono messi in primo piano rispetto alla normativa

2. Le procedure di selezione del contraente

Il Regno Unito

- Dialogo competitivo in linea con la direttiva europea in tema di *Public Contracts Regulation* (analisi obiettivi, costi, tempistiche)
- Procedura flessibile, suddivisa in fasi, fino ad arrivare alla riduzione del numero dei partecipanti al concorso

La Spagna

- Gara aperta a fase unica con riduzione progressiva del numero di concorrenti in gara (durata: 6 mesi / 1 anno)
- Dialogo competitivo
- Scelta del contraente sulla basi complesse che valutano contemporaneamente l'aspetto economico-finanziario, tecnico, la sostenibilità e la solidità economica della società

La Francia

- Flessibilità delle procedure: sono adattabili al caso concreto secondo i principi di trasparenza, oggettività e non discriminazione
- *Appel d'offre restreint*: 10/12 offerenti scelti a seguito della selezione delle offerte più vantaggiose in termini economici
- Dialogo competitivo ammesso senza limiti anche al di sotto della soglia comunitaria

La Germania

- Nessuna disciplina specifica in merito alla selezione
- La selezione avviene con le disposizioni generali degli appalti pubblici
- Ampio ricorso alla procedura aperta e basso grado di flessibilità introdotto nel 2007 l'istituto del dialogo competitivo

3. La disciplina del contratto di affidamento

Il Regno Unito

- Particolare attenzione alla fase contrattuale attraverso l'inserimento di clausole volte ad incentivare la realizzazione dell'opera nei tempi stabiliti (consentono l'adattamento del contratto a eventuali modifiche delle condizioni esogene)
- Principio *no service no fees*: la remunerazione del privato viene erogata solo quando il servizio è fruibile
- Clausole di *refinancing*: riformulazione periodica delle condizioni finanziarie per le imprese virtuose (risparmi in fase esecutiva o gestionale)
- Settore infrastrutture stradali: metodi di remunerazione basati sulle performance (la remunerazione cresce meno che proporzionalmente al volume del traffico: garantendo la copertura dei finanziamenti e evitando iperguadagni)

La Spagna

- Attenzione a una corretta allocazione dei rischi e a livelli ottimali di servizio
- Obbligo di clausole che trasferiscano sul privato il rischio di costruzione, domanda e disponibilità
- Vincolo di ripristino dell'equilibrio economico-finanziario a seguito di modifiche legislative o regolamentari (anche nel caso di benefici ricevuti, essi devono essere retrocessi)
- *Clausola de Progreso*: impone uno standard tecnologico coerente con le recenti evoluzioni della scienza e della tecnica

La Germania

- Assenza di una disciplina funzionale delle formule di PPP
- Sono previsti meccanismi di riequilibrio economico-finanziario
- Presenza di vincoli nell'ordinamento; nel 2002 c'è stata una riforma, ispirata alla flessibilità e all'armonizzazione al diritto comunitario, del diritto sui contratti, tuttavia ciò non è stato sufficiente a limitare la possibilità di adottare delle misure efficaci sul piano negoziale

La Francia

● Ridotta attenzione per la predisposizione dei contratti; sebbene siano previsti dei meccanismi di riequilibrio economico-finanziario modificato a seguito di disposizioni legislative o regolamentari o per richieste della PA non è prevista una specifica disciplina e *best practices* per:

- incentivare la realizzazione dell'opera o l'erogazione dei servizi nei tempi stabiliti
- assicurare il controllo sul livello dei servizi
- favorire la traslazione del rischio di domanda e/o la disponibilità dell'opera in capo al privato

● Rigidità nel diritto francese che possono portare alla:

- Risoluzione (per eccessiva onerosità o inadempimento)
- Modifica delle clausole negoziali attuate dalla PA
- Riconduzione ad equità da parte del giudice impedendo di integrare efficacemente le lacune sul piano negoziale

4. I presidi a tutela delle pretese dei finanziatori

Il Regno Unito

● Garanzie reali e personali (maggiormente negoziali) che garantiscano una soddisfazione prioritaria dei finanziatori (i principi di diritto privato inglese *privaty of contract* consentono di individuare e arginare il rischio assunto, garantendo un equilibrio tra i soggetti partecipanti

- i soggetti assumono qualità di parti solamente alla conclusione del contratto e rimangono terzi rispetto ad altri contratti del progetto
- i limiti delle obbligazioni sono delimitate nel contratto
- la “comunicazione” tra i diversi contratti avviene con clausole sospensive e/o risolutive a seguito di previsioni in altri contratti
- le parti possono ricorrere a garanzie di efficacia reale (*mortagage* e la *floating charge*) con oggetto beni materiali e immateriali

La Spagna

- Complesso sistema di garanzie reali e personali
 - diritti reali di garanzia su beni e crediti del concessionario senza toglierne il possesso, per il rimborso dei finanziatori nel caso in cui il concessionario fallisca o non porti a termine il lavoro
 - esercizio dello *step-in right* , in caso di semplice inadempimento
 - ipoteca

La Francia

- numerose criticità nella tutela dei finanziatori i quali sono salvaguardati dagli accordi negoziali
- il diritto civile francese (gruppo *civil law*) non garantisce la delimitazione del rischio assunto e la separazione del progetto dalle attività degli sponsor
- Il sistema francese dei diritti reali di garanzia è formale e rigido, consente lo spossessamento in casi espressamente previsti dalla legge, compromette la tutela dei finanziatori

La Germania

- I finanziatori sono garantiti dagli accordi di natura negoziale che sottostanno alla disciplina di diritto civile, contraddistinta da alcune rigidità (*civil law*) che non consentono la riallocazione predeterminata dei rischi
- le garanzie sono più ampie, vincoli di natura reale sui beni del debitore
- *Eigentumsvorbehalt* (garanzia convenzionale sulle merci senza spossessamento) *Sicherungsübereignung* (garanzia convenzionale creata sulla prassi contrattuale delle banche)

L'Italia - Quadro normativo

- Procedura ad *“iniziativa pubblica”*: il procedimento parte dall'amministrazione che, in funzione delle opere inserite nella programmazione triennale, pubblica un bando con cui rende nota l'intenzione di affidare la concessione, dopo di che il procedimento prosegue secondo le modalità tipiche del procedimento di gara, aperta ovvero ristretta.
- Due *iter* procedurali *“ad iniziativa privata”*: che hanno sostituito l'unico *iter* in precedenza esistente, consistenti in i) una gara unica semplificata sullo studio di fattibilità predisposto dalla PA ii) una doppia gara nella quale la prima fase è finalizzata ad individuare il promotore e ad attribuirgli un diritto di prelazione nella fase successiva; la seconda consente di aggiudicare la concessione ponendo a base di gara la proposta del promotore
- Procedura, sempre a *iniziativa privata*, per i casi di inerzia della PA (mancata pubblicazione del bando entro sei mesi dall'approvazione dell'elenco annuale dei lavori da realizzare)

ELEMENTI CARATTERIZZANTI DEL PROJECT FINANCING IN ITALIA: LIMITI E CRITICITA'

1. L'allocazione del rischio amministrativo

a) carenze relative al coordinamento tra i diversi livelli delle PA:

- mancanza di una disciplina unitaria
- nel caso di concessione di lavori pubblici a iniziativa privata gli studi di fattibilità non sono sottoposti ad una conferenza di servizi preliminare
- le amministrazioni che possiedono la tutela di interessi pubblici specifici (ambientale, storico-artistico, ecc) possono anche, in momenti successivi alla selezione delle offerte, esprimersi negativamente sulle conformità del progetto originario, apportando modifiche tali da stravolgere il piano economico-finanziario dell'iniziativa

b) limitata attenzione alla progettazione degli interventi

- Il contenuto minimo dello studio di fattibilità è ancora delineato in maniera sommaria dalla normativa (un maggiore dettaglio potrebbe assicurare maggiore accuratezza alla fase di progettazione)
- Carezza di skills tecnico-specialistiche da parte delle PA italiane da cui emerge la carezza di *best practices* diffuse ed unitarie
- Mancanza di organismi di diritto pubblico specializzati che, oltre alla diffusione di *best practices*, potrebbero procedere all'armonizzazione di standard riducendo così i costi anche grazie all'acquisizione e alla diffusione di *know-how*.

c) meccanismi di conclusione e risoluzione del contratto rimessi alla potestà delle PA

- Qualora la stipulazione del contratto non avvenga nel termine fissato il soggetto aggiudicatario può solamente sciogliersi da ogni vincolo o recedere al contratto, ma il ricorso non è espressamente previsto.
- I rimborsi sono limitati alle spese sostenute e documentate non garantendo adeguata tutela all'aggiudicatario e non disincentivano efficacemente comportamenti opportunistici o abusi da parte della PA interessata
- La disciplina della “revoca per sopravvenuti motivi”, a causa della sua imprevedibilità, e gli inadeguati rimborsi collaterali, scoraggiano la partecipazione degli operatori

2. Le procedure di selezione del contraente

a) limitato grado di flessibilità

- Numerose rigidità (superiori a quelle indicate dal diritto comunitario (ex: non vi è la possibilità limitare ex ante il numero di soggetti da invitare)
- Non è possibile utilizzare la procedura più flessibile del dialogo competitivo (pur essendo indicata dalla Commissione Europea)
- Nonostante la neo-introdotta “gara unica” si avvicini al dialogo competitivo in termini di aumento della concorrenza, non consente comunque la negoziazione per tutte le proposte, ma solo per quella giudicata “migliore”. Le eventuali modifiche sono attuabili solo al progetto del promotore e non sembrano recuperabili gli altri progetti presentati.
- Obiettivo di semplificazione della procedura ancora non raggiunto
- Il conferimento di un potere di scelta più ampio per la PA presuppone competenze tecnico-specialistiche più elevate in capo ad essa, che purtroppo la PA normalmente non possiede

b) presenza di meccanismi potenzialmente distorsivi nella presentazione delle offerte

- Gara unica: ciascun soggetto candidato a realizzare l'opera è parte attiva nella predisposizione della proposta progettuale facendosi carico degli oneri connessi (anche se la sua proposta non viene effettivamente selezionata).
Garantisce una posizione simmetrica ai partecipanti: tutti i partecipanti competono alla pari e il meccanismo di selezione non viene distorto
- Procedura bifasica: obiettivo di incentivazione perseguito attraverso il “diritto di prelazione”, nella seconda fase di gara, in cui si compete solo sul prezzo.
Tale diritto, oltre che esporsi a possibili censure da parte della commissione europea, crea asimmetrie che introducono meccanismi anticoncorrenziali.

- Meccanismi correttivi a tali asimmetrie: rimborso parziale delle spese sostenute al promotore o al concorrente. Questo meccanismo potrebbe generare inefficienze (i partecipanti potrebbero introdurre offerte migliorative minime, rispetto a quella del promotore, solo per ottenere i rimborsi e il promotore potrebbe gonfiare il valore delle spese sostenute)

Inoltre il promotore, richiedendo un premio elevato, potrebbe scoraggiare la partecipazione delle imprese alla seconda fase di gara, oltre che la partecipazione di imprese straniere.

Il meccanismo della gara unica sembra più aderente al contesto europeo

3. La disciplina del contratto di concessione

Limitato ricorso a clausole che:

a) consentano i necessari adattamenti ai mutamenti sopravvenuti in corso di concessione e prevedano idonei meccanismi di controllo sul livello dei prezzi offerti

Mancanza di una disciplina specifica e *best practices* che salvaguardino il livello qualitativo delle prestazioni in ragione di innovazioni scientifico-tecniche e che incentivino correttamente alla conclusione dell'opera nei termini stabiliti.

b) facilitino l'effettiva traslazione del rischio di domanda e/o disponibilità dell'opera in capo al privato, assicurandogli nel contempo adeguati livelli di redditività

- Possibilità di stabilire, nel contratto di concessione, un corrispettivo per l'eventuale valore residuo dell'investimento non ammortizzato al termine della concessione. Ciò altera il rischio del concessionario rendendo la concessione simile all'appalto, in contrasto col diritto comunitario e con la *ratio* del PF.
- Possibilità di affidamento di opere pubbliche anche in assenza di risorse pubbliche attuali e certe. Ciò induce ad avviare opere in assenza di reale copertura.

4. I presidi a tutela delle pretese dei finanziatori

a) disciplina dell'istituto dell'asseverazione del piano economico finanziario da parte dell'istituto di credito

- Tale istituto risponde, sul piano teorico, alla necessità della PA di certificare la fattibilità dell'opera.
- All'atto pratico, non viene percepita come un segnale di qualità del progetto e si traduce in un aggravio di costi non trascurabili per il promotore.
- La PA è comunque chiamata a svolgere le valutazioni di fattibilità autonomamente.
- E' stato proposto che l'istituto asseverante assuma anche il ruolo di *arranger* per evitare problemi di *moral hazard* e *adverse selection*. Delegando a terzi, essi si impegnano a investire capitale proprio e acquisire informazioni, evitando la duplicazione o la sovrapposizione delle attività.

b) modalità di ricorso, da parte dei finanziatori, all'istituto dello step-in right

- Accorda agli enti finanziatori la possibilità di designare un sostituto in caso di risoluzione del rapporto concessorio per motivi attribuibili al concessionario.
- Tuttavia è possibile ricorrere a tale istituto solo in casi di conclamato adempimento. Sarebbe auspicabile potervi ricorrere e quindi proporre la sostituzione del concessionario, anche nel caso in cui quest'ultimo non stia operando in maniera efficiente.

c) l'inadeguatezza delle garanzie previste a favore dei finanziatori

- Il CCP prevede che i crediti dei soggetti che finanziano la realizzazione dei lavori pubblici, di opere di interesse pubblico o la gestione di servizi pubblici abbiano privilegio generale sui beni mobili del concessionario.
- Tale disposizione non sembra tuttavia sufficiente a garantire la bancabilità del progetto.

● Tale garanzia potrebbe essere assicurata attraverso:

- l'estensione del privilegio anche ai beni mobili immateriali, presenti e futuri anche a consistenza variabile
- definizione dell'ordine di collocazione di tale privilegio
- previsione che i beni oggetto del privilegio generale non possano essere oggetto di altre forme di prelazione
- introduzione della c.d. cristallizzazione del privilegio (la mera iscrizione del privilegio non priverebbe il concessionario della piena disponibilità del bene)
- estensione del privilegio anche ai credito che il concessionario vanta nei confronti delle PA
- intervento di coordinamento tra la disciplina del PF dettata dal CCP e l'istituto del finanziamento destinato

d) limiti della cedibilità dei crediti del concessionario a favore della PA

- Si potrebbe prevedere la cedibilità di garanzia ai soggetti finanziatori di tutti i crediti del concessionario, presenti e futuri, compresi quelli verso l'amministrazione aggiudicatrice e altre PA, anche senza il preventivo consenso del debitore ceduto e anche nel caso in cui i crediti non siano liquidi e esigibili.

BIBLIOGRAFIA

Baccolini R. e Baldini D. (2006) *Il project finance in Italia*, Il Mulino, Bologna

Chiara Bentivogli, Eugenia Panicara e Alfredo Tidu (2008) *Il project finance nei servizi pubblici locali: poca finanza e poco progetto?* Banca d'Italia

Commissione Europea (2004) *Il libro verde relativo ai partenariati pubblico-privati e al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni*, Bruxelles

Cristina Giorgiantonio e Valentina Giovanniello (2009) *Infrastrutture e project financing in Italia: il ruolo (possibile) della regolamentazione* Banca d'Italia

Decreto legislativo 12 aprile 2006, n.163 *Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE*