

Facoltà di Economia

Cattedra di Finanza Aziendale

**PROJECT FINANCING: UN'OPPORTUNITA' PER IL SISTEMA
NORMATIVO E DELLE INFRASTRUTTURE IN ITALIA**

RELATORE

Prof. Ernesto Monti

Francesco Pucinischi

Matr. 136151

ANNO ACCADEMICO 2008/2009

INDICE

Introduzione	3
Capitolo 1	
Il project financing:	
1.1 Origine e definizione	4
1.2 Project financing all'interno del Public Private Partnership(PPP)	7
1.3 Soggetti, vantaggi e svantaggi del Project Financing	10
1.4 Fonti di finanziamento e security package	15
1.5 Fasi principali e tecniche operative	20
1.6 Valutazione economica e sostenibilità finanziaria	23
1.6.1 Public Sector Comparator e Value for Money	29
1.6.2 Analisi di sensitività	40
1.6.3 Analisi dei rischi	42
1.7 Panoramica normativa	46
1.7.1 La procedura “monofasica” (Gara unica)	52
1.7.2. La procedura “bifasica” (Doppia gara con prelazione)	60
1.7.3. La procedura ad iniziativa del privato (Mancata pubblicazione del bando nei termini)	61
1.7.4. Opere fuori programmazione	62
1.7.5. Altro sulla panoramica normativa	63
Capitolo 2	
Analisi di un caso reale	
2.1 Cronistoria generale dell'opera	66
2.2 Struttura contrattuale e soggetti coinvolti	67
2.3 Struttura economico-finanziaria ed allocazione dei rischi	71
Conclusioni	79
Bibliografia e webgrafia	83
Ringraziamenti	85

Introduzione

Il project financing (o Finanza di Progetto) rientra nell'ambito della cosiddetta "finanza innovativa" ma più che rappresentare un semplice strumento finanziario è un vero e proprio approccio, diverso dal tradizionale, alla realizzazione, gestione e finanziamento di progetti complessi che, soprattutto nelle fasi iniziali, necessitano di elevati fabbisogni finanziari e che sono caratterizzati dalla possibilità di ripartire i rischi (che possono trovare riscontro nella realtà nelle diverse fasi di finanziamento, realizzazione e gestione dell'opera), sui diversi soggetti partecipanti.

Di derivazione anglosassone tale istituto, introdotto in Italia con la Legge 11 novembre 1998 n.415 (Merloni-ter) che ha subito diverse modifiche nel corso del tempo, vede ad oggi nel D.LGS. 11 settembre 2008 n.152 l'ultima norma cui fare riferimento, anche se vi sono ancora delle lacune e delle situazioni di confusione che, unite alla "giovane età" dell'istituto nell'ordinamento italiano, molto probabilmente porteranno ad ulteriori modificazioni di Legge. Scopo di tale lavoro è illustrare nella prima parte il Project financing in generale per poi inquadrarlo all'interno della legislazione italiana facendo riferimento a quegli articoli del Codice dei Contratti Pubblici più rappresentativi ai fini dell'esposizione della disciplina; non si trascureranno, però, quegli aspetti più prettamente tecnici che permettono ai diversi soggetti coinvolti di valutare la propria convenienza a partecipare o meno all'operazione.

Nella seconda parte, invece, si analizzerà un caso specifico di project financing, ossia la realizzazione (costruzione, finanziamento, allocazione dei rischi e struttura contrattuale) del nuovo Ospedale di Legnano (Milano) avvenuta tra il 2002 ed il 2007 per verificare lo "stato dell'arte" a livello normativo e di approccio, facendo cioè vedere fino a che punto si è arrivati e quali passi ulteriori fossero necessari da fare al fine di poter sfruttare tale strumento al massimo delle potenzialità sia dagli Enti Pubblici che da tutti i soggetti privati.

1. Il Project Financing

1.1 Origine e definizione

Le origini del Project Financing sono da far risalire al 1299 quando la Corona inglese si accordò con una famiglia di banchieri fiorentini, i Frescobaldi al fine di sviluppare delle miniere di argento nel Devon (AA.VV., 2000). All'interno di questo accordo ai Frescobaldi era concesso il diritto di estrarre quanto più argento potevano dalla miniera per un anno, ma allo stesso tempo si accollarono il pagamento di tutti i costi operativi. Tale forma di finanziamento è oggi conosciuta come production payment loan. Altre forme di applicazione della tecnica della finanza di progetto possono essere rintracciate nel finanziamento di spedizioni commerciali sulla base di un progetto, effettuate in Asia dalle Compagnie delle Indie Olandesi o Britanniche (Floris, 2003). I finanziamenti effettuati venivano remunerati tramite la liquidazione del carico delle merci in rapporto alla loro quota di partecipazione. Nel XIX Secolo, e più precisamente tra il 1840 ed il 1860, in Inghilterra, Francia, Germania e Belgio furono realizzati 20000 chilometri di ferrovie utilizzando tecniche di finanziamento simili a quelle usate oggi nella finanza di progetto (Coletta, 1999).

Il Project Financing rappresenta una *tecnica finanziaria innovativa* volta a rendere possibile il finanziamento di iniziative economiche sulla base della *valenza tecnico economica* del progetto stesso piuttosto che sulla capacità autonoma di indebitamento dei soggetti privati promotori dell'iniziativa.

Si tratta dunque di una "tecnica utilizzata per le operazioni di finanziamento di una specifica unità economica, appositamente creata per la realizzazione di un progetto, nelle quali il finanziatore fa affidamento sui flussi di reddito generati dall'unità stessa quale sorgente dei fondi per il rimborso del prestito e sul patrimonio dell'unità, quale garanzia collaterale" (Nevitt).

La caratteristica principale di tale tipologia di operazioni è quindi il coinvolgimento di soggetti privati con l'accollo parziale o totale dei costi delle opere pubbliche o di pubblica utilità in cambio di ricavi futuri; naturalmente i privati saranno disposti a partecipare in misura maggiore quanto maggiori saranno i (probabili) ricavi futuri, ma sarà sempre da considerare anche il ruolo assunto dall'Amministrazione Pubblica.

Il prestito concesso dai finanziatori viene iscritto tra le passività del bilancio di una società appositamente creata, nota come Special Purpose Vehicle (SPV) o Project Company (Falini,

2008), che in Italia assume la forma giuridica di società di persone, che garantisce la separazione economica e giuridica tra l'investimento effettuato ed i soggetti proponenti: in tal senso si dice che il PF consente l'applicazione del principio "ring fence" cioè la separazione economica e giuridica fra il patrimonio di coloro che promuovono l'iniziativa ed il patrimonio della società di progetto; anche se vi sono particolari forme contrattuali (cosiddetto limited recourse), che prevedono una qualche attenuazione di questo principio. Da una parte i creditori non hanno accesso al patrimonio degli sponsor (per esempio l'ente pubblico che ha sollecitato il progetto e le imprese che si fanno carico della costruzione), se non nella misura in cui questo patrimonio sia stato conferito alla società di progetto; dall'altra i soggetti conferenti conservano intatta, almeno in prima istanza, la loro capacità di indebitamento, per il fatto che non appaiono, nel loro bilancio, i finanziamenti assunti dalla spv per la realizzazione dell'opera, ma solo gli attivi conferiti (gestione off-balance delle risorse acquisite con vincolo di debito).

La possibilità di fallimento dello spv, d'altronde, che pure persiste, è remota, per la evidente concentrazione di interessi che lo stesso spv individua, e la cura che di conseguenza viene posta nell'istruire le procedure dal punto di vista tecnico-ingegneristico ed economico-finanziario

Una seconda caratteristica, certamente collegata alla precedente, deriva dal fatto che i finanziatori e gli investitori valutano il progetto solo per la capacità che questo ha, in prospettiva, di generare flussi di cassa sufficienti alla copertura del debito e alla remunerazione del capitale ed allo stesso modo il soggetto privato (di solito un'impresa) vedrà la possibilità di un profitto subordinata a quei flussi. In altre parole, diversamente da quanto accade nella prassi dei finanziamenti «corporate», ciò che viene valutato è il merito del progetto, e non quello del soggetto proponente. Se, come si è detto, sia l'ente pubblico che le imprese impegnate nel progetto con capitale di rischio circoscrivono la loro responsabilità al patrimonio conferito nello spv, infatti, la sola fonte dalla quale attingere le risorse necessarie a servire il debito e remunerare il capitale rimane quella dei flussi di cassa. Lo sponsor sarà probabilmente chiamato a prestare garanzie di una qualche natura, ma si tratterà di garanzie contrattuali legate agli esiti commerciali del progetto, e non di garanzie reali: ad esempio è il caso in cui il committente si impegni ad acquistare parte dei beni o servizi prodotti una volta che l'opera sia a regime, se la domanda per quei beni e servizi sia nel frattempo decaduta.

Infine, perché possa parlarsi di project finance, occorre che l'operazione sia strutturata in due fasi distinte, ancorché intimamente collegate, nel tempo contigue, cioè quelle di costruzione e gestione dell'opera realizzata.: l'ente pubblico committente si sottrae alla necessità di versare il prezzo per almeno parte dell'importo previsto dal progetto, in virtù del fatto che finanziatori e contractor fanno affidamento sui flussi di cassa in esercizio, cioè sulle ricadute generate dall'opera una volta a regime.

Quello di concessionario è il ruolo che idealmente, in questo schema, viene riservato al privato; fermo restando che, come si è detto, questi può partecipare con un conferimento nella spv. L'impresa interviene nella fase di costruzione (o di ristrutturazione-adattamento), ma anche in quella di gestione, garantendosi con la concessione l'esercizio dell'opera per il periodo prestabilito.

Nella sua accezione tradizionale il Project Financing nasce come non-recourse financing ed è garantito esclusivamente dai flussi di cassa generati dal progetto senza la possibilità per le banche finanziatrici di rivalersi sui promotori dell'iniziativa. Per mitigare il rischio per le banche finanziatrici solitamente le operazioni di project vengono strutturate con la previsione di un diritto limitato di rivalsa (limited recourse financing) sotto forma di garanzie accessorie (collateral) a copertura parziale per l'esposizione al rischio da parte dei creditori.

Raramente vengono previste anche delle operazioni in cui è riconosciuto ai finanziatori il diritto ad una rivalsa totale (full recourse financing): in tal caso gli azionisti assumono l'intero rischio ma vengono altresì meno i presupposti della finanza di progetto (UTFP).

Al fine di rendere attrattivo il project per tutti i potenziali soggetti coinvolti è necessario che siano previste forme che non penalizzino oltremodo nessuno dei soggetti coinvolti ed è inoltre necessario che il progetto sia in grado di produrre flussi di cassa sufficienti sia alla copertura dei costi operativi, sia al ripagamento del debito contratto che alla remunerazione dei promotori che hanno conferito una parte più o meno cospicua di capitale proprio; per tale motivo e per offrire un rendimento congruo rispetto al rischio dell'iniziativa, c'è la necessità che il sistema di prodotto dello SPV sia contraddistinto da beni e servizi standardizzati, che abbiano domanda anelastica e prevedibile senza grandissimi problemi. Nella realtà operativa il project financing, per le caratteristiche sopra elencate, viene applicato al caso delle public utilities (energia elettrica, acqua, gas ecc.) dove il potenziale di mercato può essere stimato senza eccessive complicazioni.

1.2 Project Financing all'interno del Public Private Partnership (PPP)

Prima di passare all'analisi dei soggetti coinvolti e dei vantaggi e vincoli che un'operazione di project può comportare, c'è da inquadrare la finanza di progetto all'interno della più ampia categoria del Partenariato Pubblico Privato (PPP), che comprende altri strumenti quali il leasing finanziario, le società miste, il general contractor (contraente generale) che, se utilizzati correttamente, permettono agli enti locali di realizzare opere pubbliche senza gravare sul patto di stabilità¹ firmato e ratificato anche dall'Italia in sede comunitaria.

Con il termine Partenariato pubblico privato (PPP) si definiscono diverse forme di cooperazione tra settore pubblico e settore privato, attraverso le quali le rispettive competenze e risorse si integrano per realizzare e gestire opere infrastrutturali in base alle diverse responsabilità ed obiettivi.

In un progetto di PPP, la Pubblica Amministrazione pubblica affida all'operatore privato, anche sulla base di uno specifico contratto, l'attuazione di un progetto per la realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità e per la gestione del relativo servizio. Ciò implica la realizzazione di una complessa operazione, nella quale coesistono, in tutto o in parte, i seguenti elementi chiave:

- la progettazione (Design);
- il finanziamento (Finance);
- la costruzione (Build);
- la gestione (Operate);
- la manutenzione (Maintenance)

Facendo riferimento ad una guida presentata dalla Commissione Europea (2003) si definisce il PPP come "una collaborazione tra il settore pubblico ed il settore privato allo scopo di erogare un prodotto o servizio tradizionalmente forniti dal settore pubblico". I PPP riconoscono che entrambe le parti hanno dei vantaggi nell'adempimento degli incarichi specifici. Permettendo ad ogni settore ciò che sa fare meglio, i servizi pubblici e le infrastrutture possono essere forniti nella maniera economicamente più efficiente. Lo scopo complessivo dei Partenariati Pubblico Privato è, tuttavia, strutturare la relazione tra le parti,

¹ Accordo stipulato dai paesi membri dell'UE per il controllo delle rispettive politiche di bilancio con l'obiettivo di mantenere fermi i requisiti di adesione all'Unione Economica e Monetaria Europea

così che i rischi siano sostenuti da coloro più capaci di controllarli ed il valore accresciuto è ottenuto attraverso lo sfruttamento delle capacità e delle competenze del settore privato”.

Utilizzare correttamente tali forme contrattuali significa non gravare sul patto di stabilità in termini di finanza pubblica ed allocare correttamente i rischi tra soggetto pubblico e soggetti privati nel rispetto delle regole definite dalle decisioni Eurostat.

Per quel che concerne il p.f., questo è utile quando viene effettuata una corretta ripartizione dei rischi di progetto, quando vi sia la redazione di adeguati studi di fattibilità, quando vengano effettuate altre analisi (come il PSC, Public Sector Comparator di cui si parlerà più avanti) e quando vi sia un sufficiente know-how da parte dell'amministrazione (raggiungibile sia attraverso l'affidamento del montaggio delle operazioni a persone già esperte nel settore, sia acquisibile ed incrementabile col tempo ed al crescere del numero delle operazioni effettuate). C'è inoltre da dire che, in generale, il project financing risulta essere una modalità di finanziamento “off balance” per le società che fanno parte dello Spv (il debito verrà iscritto nel bilancio della società creata ad hoc) e, dal punto di vista dell'Amministrazione concedente, non grava sul patto di stabilità. Vi sono casi, però, in cui lo Special Purpose Vehicle è partecipato da soggetti privati e dal soggetto pubblico: in tale caso si parla di società miste ed a tal proposito l'impatto sul patto di stabilità è da verificare considerando caso per caso.

Sia nel caso di Project Financing che in quello più ampio di PPP si possono distinguere tre tipologie di opere in base alla capacità del progetto da realizzare di ripagarsi (Falini, 2008 & Angelini, 2008):

1. Progetti finanziariamente autosufficienti (“Opere calde”)

In tali casi il progetto vede la progettazione, realizzazione e gestione di opere che “si ripagano da sole” ossia che sono dotate di una capacità di generare flussi di cassa derivanti da ricavi di utenza. Il coinvolgimento del settore pubblico è limitato all'identificazione di quelle condizioni che permettano al privato di operare, facendosi carico della pianificazione iniziale, delle autorizzazioni, dell'indizione di bandi di gara per l'assegnazione delle concessioni (vd. infra) e della fornitura della assistenza necessaria relativamente alle procedure organizzative. Esempio classico di opera calda è la realizzazione di una tratta autostradale con il relativo pedaggio che garantisce, potenzialmente, al concessionario la copertura dei costi sostenuti, del

debito contratto e la produzione di un margine di profitto adeguato a remunerare l'investimento sostenuto.

2. Progetti che necessitano di pagamenti effettuati dalla Pubblica Amministrazione (“Opere fredde”)

Il progetto non si ripaga da solo ma necessita di pagamenti effettuati dalla Pubblica Amministrazione. Nella realtà gli Enti Pubblici commissionano la realizzazione di tali opere, che hanno molto spesso un forte impatto sociale, pagando un canone al privato, canone che è legato all'effettiva disponibilità dell'opera o anche al suo grado di utilizzo. Il privato trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) dai pagamenti effettuati dalla Pubblica Amministrazione su base commerciale fornendo direttamente a questa dei servizi. Tali opere possono essere comunque “intiepidite” prevedendo nel progetto delle attività che possano generare degli autonomi flussi di cassa quali bar o parcheggi a pagamento. Rientrano in tale tipologia le opere pubbliche come carceri, scuole, ospedali.

3. Progetti che richiedono una componente di contribuzione pubblica (“Opere tiepide”)

Diversamente da quanto accade per le opere fredde la Pubblica Amministrazione non paga dei canoni al privato poiché ci si trova nella fattispecie in cui le opere realizzate generano ricavi commerciali di per se stessi insufficienti a generare adeguati ritorni economici, ma la cui realizzazione produce rilevanti esternalità positive in termini di benefici sociali indotti dalla infrastruttura. Tali esternalità giustificano l'erogazione di una componente di contribuzione pubblica.

Si ricorre al project financing o al PPP più in generale sia per tali esternalità positive sia perché vi è un esborso minore da parte della Pubblica Amministrazione rispetto al caso in cui la realizzazione dell'opera sia integralmente sopportata dal soggetto pubblico che si accollerebbe, altresì, i rischi legati alla realizzazione dell'opera stessa. In tali opere solitamente l'Ente Pubblico dei contributi a fondo perduto che permettono al progetto di raggiungere una fattibilità in termini economici e finanziari e di coprire le spese sostenute, i debiti contratti dalla project company e di generare un margine di profitto per il privato; la Pubblica Amministrazione viene così a configurarsi come soggetto catalizzatore di risorse private. L'intervento del privato ha la sua giustificazione nella possibilità di recuperare efficienza ed in quella di ridurre e diluire gli investimenti nel tempo, con esborsi più limitati.

Costituiscono esempi di opere tiepide gli interventi per la riqualificazione di aree urbane mediante la realizzazione di tramvie o metropolitane o tramite interventi di edilizia abitativa. Tale schematizzazione non rappresenta un modello imprescindibile per poter realizzare operazioni di project financing poiché nella realtà operativa si sono realizzate opere fredde (leggasi stadi) non generatrici di ricavi adeguati con schemi tipici e più consoni alla tipologia di opere calde (con previsione di costruzione e gestione di annessi centri commerciali).

1.3 Soggetti, vantaggi e vincoli del Project Financing

Un'operazione di Project Financing si basa sul principio del single point responsibility (Falini, 2008), cioè su un insieme di accordi nei quali vi è un'attribuzione delle responsabilità ai singoli partecipanti con certezza, in modo che il rischio assunto da ogni partecipante possa essere quantificato, valutato e limitato esclusivamente a quanto sia stato negoziato. Tale allocazione dei rischi è estremamente importante perché va a determinare la struttura della finanza di progetto mentre per la riuscita dell'iniziativa è anche necessario rendere complementari, sia finanziariamente che in termini di opzioni di strategia, gli interessi dei diversi soggetti coinvolti.

Gli **sponsors** (o promotori) rappresentano coloro che investono nel capitale di rischio della società di progetto e danno, così, vita all'iniziativa. Per il successo dell'operazione la competenza e la credibilità di tali soggetti rappresentano un elemento essenziale. I compiti degli sponsors sono quelli di determinare le linee di azione, realizzare il progetto, controllare in itinere i lavori e la redditività dell'iniziativa e fornire l'output produttivo del progetto. Inoltre gestiscono ed impostano la struttura finanziaria del progetto grazie anche al supporto degli advisors finanziari e legali. Nella realtà operativa la società di costruzione, in sede di presentazione delle proposte di project financing, si è dimostrata come il soggetto più attivo. La **società di progetto (SPV)** rappresenta il perno dell'operazione. Viene costituita dai promotori che versano una quota di capitale di rischio. Solitamente tali veicoli finanziari consentono di ottenere, tra gli altri, due tipi di risultati (Falini 2008):

1. il debito utilizzato per il finanziamento del progetto è un debito "off balance", poiché i finanziatori hanno, solitamente, la possibilità di rivalersi solo sui flussi di cassa del progetto e sui beni della società veicolo, ma solo in ultima istanza;
2. I progetti finanziati beneficiano di rapporti debiti/capitale che vanno da un livello di 3:1 ad uno di 4:1. Tale configurazione della struttura finanziaria consente, in caso di

successo dell'iniziativa, agli azionisti di raggiungere livelli più elevati di redditività rispetto al caso in cui vi fossero apporti maggiori di capitale di rischio.

La società di progetto ha il compito di convogliare le fonti di finanziamento (capitale di rischio apportato dai promotori e capitale di debito apportato dai finanziatori) verso il progetto, indirizzare i proventi conseguiti alla copertura delle spese operative, al rimborso dei finanziamenti contratti ed alla remunerazione degli azionisti che hanno apportato capitale di rischio.

La veste giuridica assunta dalla project company è quella delle società di capitali (s.r.l.; s.p.a.; s.a.p.a.) e solo grazie ad una tale veste si può realizzare il principio del ring fence cui si è fatto riferimento in precedenza (vd.supra). Nella realtà operativa, aldilà della forma giuridica della società, la realizzazione di essa sta ad indicare il raggiungimento di un accordo tra le diverse parti interessate al progetto ed all'ottenimento di un determinato prodotto o servizio da esso.

Le società possono essere a partecipazione totalmente privata oppure possono essere partecipate da soggetti privati e da soggetti pubblici. Nell'ultimo caso si parla di società miste. Le **banche** possono assumere diversi ruoli nell'ambito dell'operazione, in particolare possono essere *advisor* o *arranger*.

Nel primo caso, la banca *advisor* ha il compito di:

- assistere gli sponsors nella promozione del progetto, identificando la migliore proposta sotto l'aspetto economico e finanziario, verificandone la "bancabilità" e minimizzando l'impegno del promotore;
- affiancare (fornendo consulenza) le società che partecipano ad un procedimento di gara al fine di acquisire qualche concessione, monitorando l'offerta proposta dall'impresa per renderla più apprezzabile ed appetibile possibile alla Pubblica Amministrazione sia da un punto di vista economico che finanziario;
- supportare ed assistere un gruppo di privati coinvolti nella fase di predisposizione di un piano finanziario per rendere bancabile il progetto tramite un'adeguata struttura finanziaria.

Qualora, invece, la banca abbia il ruolo dell'*arranger* l'obiettivo sarà quello di identificare la convenienza dell'iniziativa, associando ad essa un livello indicativo di rischio, che dovrà essere verificato successivamente. In questo caso l'obiettivo immediato è quello di individuare e qualificare degli attori che partecipano al project ed analizzare lo sviluppo

futuro del progetto; il processo di valutazione e presentazione di un progetto si articola in due fasi:

1. La due diligence, ossia l'analisi approfondita e la verifica di tutti i contenuti del progetto sia a livello finanziario che operativo, facendo anche riferimento ai profili manageriali delle persone intenzionate all'iniziativa.
2. L'Information Memorandum, cioè una relazione informativa che descrive in maniera dettagliata il progetto allo scopo di presentarlo a tutti i possibili finanziatori interessati all'operazione.

Le banche arranger, che con la loro azione contribuiscono alla configurazione della struttura giuridico-finanziaria della società, rappresentano il soggetto più importante per determinare l'appetibilità di un progetto per il mercato, appetibilità che sta ad indicare la facilità con la quale si riescono a collocare presso le altre banche le quote di finanziamento.

Gli altri due possibili ruoli che una banca può svolgere sono quelli di *lender* cioè semplice finanziatore dell'operazione, che trae guadagno dall'esclusiva remunerazione resa possibile da un esito positivo dell'iniziativa, ed il ruolo di *sponsor*, investendo nel capitale di rischio qualora il progetto presenti ex-ante dei margini di redditività tanto elevati da giustificare un impegno maggiore della stessa banca che diventa sovventore del progetto.

La **Pubblica Amministrazione** nelle operazioni di project financing ha i poteri di legiferare, modificando il quadro normativo con provvedimenti sia in un'ottica orientata al lungo periodo sia con provvedimenti di tipo "una tantum". Altri compiti svolti dalla P.A. sono quelli di dare le concessioni (spesso in Italia le operazioni di project financing vengono realizzate con la modalità della concessione di costruzione e gestione), di influenzare il percorso legislativo gravante sul progetto, e, nel caso di opere fredde, tiepide e di società miste, il soggetto pubblico partecipa all'operazione come apportatore di capitale di rischio o come finanziatore (anche a fondo perduto, vd. supra).

Poiché nel p.f. sono coinvolti una moltitudine di soggetti non si può terminare l'analisi di essi con una mera elencazione di quelli visti sopra ma bisogna fare anche riferimento ad altre classi che solitamente rientrano all'interno dell'operazione, quali i fornitori, gli acquirenti, le compagnie di assicurazione, gli enti multinazionali (istituzioni finanziarie multilaterali).

I **fornitori** che verranno coinvolti saranno coloro i quali, di volta in volta, metteranno a disposizione dei soggetti realizzatori dell'opera le migliori condizioni in termini di dilazioni di pagamento e di tassi d'interesse applicati. Nel caso di investimenti all'estero un ruolo

cruciale viene svolto dalle agenzie governative specializzate nel credito all'esportazione (Monti, 2006) che fungono da assicuratori dei contratti di fornitura con acquirenti esteri in base ad accordi noti come "Consensus", stipulati in sede Ocse. Tale mansione viene svolta in Italia dalla SACE (Sezione speciale per l'Assicurazione del Credito all'Esportazione), agenzia alle dirette dipendenze del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che opera attraverso la concessione di garanzie assicurative statali su esportazione di merci, prestazioni di servizi, studi e progettazioni, esecuzioni di lavori, locazioni finanziarie di macchinari ed attrezzature in paesi esteri che comportino dilazioni di pagamento fino ad un massimo di 10 anni. Tramite tali assicurazioni possono essere coperti i rischi di mancato pagamento da insolvenza di fatto o di diritto del debitore privato estero, il mancato pagamento per ragioni non imputabili all'operatore nazionale, nel caso in cui sia committente o garante uno Stato nazionale oppure un ente pubblico estero, la mancata riscossione del credito vantato dall'esportatore derivante da qualsiasi fatto che ostacoli l'esecuzione del contratto e che venga effettuato da uno Stato o da qualsiasi ente pubblico estero. Per ottenere finanziamenti da parte degli istituti di credito gli esportatori possono vendere, pro-solvendo o pro-soluto, i propri crediti ad operatori stranieri oppure possono essere concessi finanziamenti a medio-lungo termine direttamente alla controparte estera con il vincolo di destinazione di tali risorse al progetto (Monti, 2006). Qualora in sede contrattuale dovesse essere stabilito che il prodotto/servizio di un'operazione di p.f. debba essere fornito a determinati soggetti, cioè gli **acquirenti**, allora è assai probabile che questi ultimi intervengano nel progetto come finanziatori di capitali di rischio. Gli acquirenti diventeranno così o sponsors dell'operazione, fornendo capitale di rischio oppure finanziatori apportando debito privilegiato o subordinato (per la distinzione vd. *1.4 Fonti di finanziamento e security package*).

Le **compagnie assicurative** possono essere coinvolte come finanziatori a più lungo termine rispetto ai tradizionali finanziatori (quali le banche, per il loro ruolo vd. supra), poiché hanno (o, per lo meno, dovrebbero avere) una struttura patrimoniale più solida di questi ultimi. Infine le **istituzioni finanziarie multilaterali** possono intervenire nelle iniziative come finanziatori di credito, sovventori di capitale di rischio oppure come assicuratori, operanti a livello internazionale o regionale sempre in collaborazione con istituti di credito nazionali.

I vantaggi del Project Financing per gli operatori privati sono i seguenti:

- la possibilità di agire con società i cui debiti sono off-balance
- opportunità di sfruttare gradi di leva finanziaria maggiori rispetto al solito

A trarne benefici non sono i soli soggetti privati, ma anche la **Pubblica Amministrazione** che può, qualora riesca a verificare la sostenibilità economica e finanziaria del progetto, riuscire nell'impresa di non disperdere risorse pubbliche (e private nel caso di opere tiepide nelle quali il pubblico agisce da catalizzatore di risorse provenienti dal mondo privato) in progetti con redditività scarsa o assente. Un altro vantaggio che può essere raggiunto dalla P.A. è quello di limitare l'utilizzo di risorse finanziarie proprie, processo che non è sempre raggiunto tramite una totale delega ai privati per la realizzazione del progetto, ma tramite l'individuazione del giusto mix tra contributi pubblici e contributi privati. Con il coinvolgimento dei privati per la realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità² si può raggiungere l'obiettivo di una maggiore certezza sui costi e sui tempi di investimento, di una ripartizione dei rischi e ricavi in base alle possibilità dei partecipanti al progetto (operazione tanto delicata quanto fondamentale); ciò porta ad un maggior coinvolgimento dei soggetti finanziatori per il successo dell'iniziativa e rende il progetto più attraente per le banche e per gli altri enti finanziatori. Un altro vantaggio è quello di ottenere un maggior legame tra investimenti e risorse finanziarie impiegate ed un impatto positivo sulla capacità della Pubblica Amministrazione di governare il territorio.

Il project financing, però, non è uno "strumento" con soli vantaggi per i partecipanti poiché vi sono dei **vincoli alla diffusione** di diverso ordine e natura.

Innanzitutto, rispetto ad una normale procedura di appalto (per esempio) vi è una complessità nel processo di identificazione (in primis) e di allocazione (in secundis) dei rischi; altri elementi penalizzanti sono la necessità di maggiori costi di transazione³ dovuti alla necessità di stipulare numerosi contratti tra le parti poiché si opera in un contesto di elevata asimmetria informativa, allungamento dei tempi di avvio dell'iniziativa, maggiori costi di strutturazione dell'opera, conseguenza della complessità di identificazione ed allocazione del rischio, ed in una situazione di rigidità della struttura al termine del processo di negoziazione (per questo all'inizio si è detto che il p.f. è più adatto ai casi in cui vi siano beni o servizi con una domanda stabile, prevedibile e con la caratteristica di anelasticità rispetto al prezzo).

² *L'opera pubblica* è eseguita dallo Stato o altro Ente pubblico, elemento soggettivo, con la finalità di soddisfare un interesse pubblico, elemento finalistico, mentre *l'opera di pubblica utilità* presenta solo l'elemento finalistico ma non quello soggettivo poiché non viene realizzata e non appartiene al soggetto pubblico anche se consente di perseguire l'interesse pubblico. (Gentile, 2009)

³ Il termine di paragone è sempre il caso in cui il soggetto pubblico decide di realizzare un'opera accollandosi tutti i costi ed i rischi, cioè quello dell'appalto tradizionale

1.4 Fonti di finanziamento e security package

Nell'ambito del ruolo svolto dagli acquirenti si è già fatto cenno alla distinzione tra debito privilegiato e debito subordinato: le due modalità appena nominate rappresentano, insieme al capitale di rischio, tutte le macrocomponenti della struttura finanziaria di una società di progetto. Per un approfondimento maggiormente esauriente in questa sede vengono trattate singolarmente le macroclassi sopra elencate.

Debito privilegiato rappresenta il capitale di debito, o di credito a seconda che si assuma il punto di vista del debitore o del finanziatore creditore, che, in termini di rimborso, non è subordinato ad altre passività. Vi sono due tipologie di finanziamento di natura privilegiata:

- il **debito privilegiato con garanzia reale** (da *res, rei* = cosa) dove le garanzie possono essere costituite sui cespiti che vengono utilizzati nel progetto o sono rappresentate da veri e propri contratti incondizionati di acquisto conclusi con i fornitori (corresponsione incondizionata rispetto al fatto di avere la disponibilità dei prodotti/servizi alle condizioni prestabilite) e che possono essere oggetto di garanzia per un prestito privilegiato; allo stesso modo possono rappresentare garanzie a debiti le licenze, i permessi e le azioni detenute dai partecipanti al capitale di rischio del veicolo finanziario;
- il **debito privilegiato senza garanzia reale**, dove c'è l'affidamento da parte del debitore sulle proprie capacità per la copertura del debito contratto, e nella prassi operativa tale forma viene spesso accompagnata dall'accettazione da parte del veicolo delle negative pledge clauses (impegni a non concedere, per tutta la durata del finanziamento, diritti di garanzia reali a nessun altro finanziatore). Molto spesso si fanno anche seguire a tali clausole degli impegni di informativa contabile, finanziaria ed economico-operativa da far giungere ai finanziatori con scadenze più o meno prefissate.

Qualora vi sia una pluralità di creditori privilegiati, si nomina solitamente un amministratore fiduciario (indenture trustee) che ha l'impegno di rappresentare tutti i creditori (Monti, 2006).

Capitale proprio rappresenta la fonte di finanziamento fornita dagli sponsors dell'iniziativa che, come abbiamo visto sopra, non coincidono sempre con i soggetti realizzatori dell'opera e con la ditta di costruzioni, cioè la forza più attiva nel proporre operazioni di p.f. Tale forma è necessaria per fornire al veicolo un livello minimo di patrimonializzazione; gli investitori in

capitale di rischio sono i soggetti partecipanti all'operazione con diritto di rimborso subordinato a tutte le altre classi di finanziamento.

Debito subordinato che si pone in posizione intermedia in quanto a diritto di rimborso tra quello privilegiato ed il capitale proprio. Allo stesso modo del debito privilegiato, anche quello subordinato si suddivide in due tipologie, cioè il *debito privilegiato generico* (subordinato a tutti i debiti privilegiati, o subordinazione in bianco) e quello *specifico* (debito subordinato solo a determinati debiti privilegiati già indicati). Spesso si preferisce ricorrere al debito subordinato piuttosto che fornire capitale di rischio per ragioni di natura fiscale (leggasi, in primis, la deducibilità degli interessi dal reddito imponibile) e per opportunità degli stessi sponsor (Monti, 2006).

Contribuzione pubblica nella forma di contributi a fondo perduto, integrazione di ricavi, canoni di disponibilità e canoni di servizi.

Sebbene il project non preveda nella sua accezione più pura (quella del *non recourse financing*) la prestazione di garanzie collaterali, nella realtà si hanno operazioni nelle quali i finanziamenti vengono forniti previa concessione di garanzie individuate nel **security package**, il documento che formalizza tutti gli accordi tra i partecipanti all'operazione al cui interno vi è l'insieme di contratti, garanzie ed impegni in base ai quali i rischi progettuali sono ripartiti.

Prima di passare in rassegna ed analizzare brevemente le diverse garanzie c'è da dire che molto spesso si rende necessario il ricorso a contratti assicurativi per ottenere il trasferimento di una parte del rischio a soggetti preposti a tali attività.

Nella prassi internazionale si fa riferimento a:

Contratti **take or pay** (TOP), cioè impegni incondizionati da parte dell'acquirente a pagare periodicamente al venditore una tariffa predefinita, indipendentemente dall'utilizzo effettivo di tali beni/servizi.

Contratti **take and pay** (TAP), impegni di pagamento condizionati al fatto che il bene/servizio sia reso effettivamente disponibile nei tempi e modi concordati.

Contratti **through put**, ossia contratti del tipo TOP (take or pay) che trovano applicazione nella fornitura di servizi di trasporto di materie prime tramite apposite infrastrutture.

Contratti **put or pay**, contratti di fornitura incondizionata, con vendita di volumi prefissati di input a prezzi prefissati.

Contratti di **gestione e manutenzione** con l'obiettivo di copertura del rischio operativo, con due possibilità di articolazione dell'accordo scritto con il gestore. Nel primo caso vi può essere un contratto a prezzo fisso dove il gestore assuma i rischi derivanti dall'andamento dei costi operativi e possa guadagnare esclusivamente nel caso in cui i costi sostenuti effettivamente risultino essere inferiori rispetto al prezzo incassato, o, nella seconda tipologia, può comparire una struttura di tipo *pass through*, nella quale il gestore sta nella posizione di un soggetto che riceve un compenso fisso che potrà essere integrato da *bonus di performance*.

Politica tariffaria, assicurando a chi gestisce l'opera un certo livello di stabilità delle tariffe applicate al servizio fornito.

Bid bond ovvero una garanzia richiesta ai soggetti che partecipano alla gara per l'assegnazione della concessione di costruzione e gestione (strumento più usato) per valutare la reale volontà e serietà negli intenti dei partecipanti alla gara.

Contratti **lump sum turn key**, volti a coprire il rischio di completamento; solitamente contratti a prezzo fisso chiavi in mano con la previsione di penali da pagare da parte del general contractor, penali con ammontare pari ai maggiori oneri derivanti da ritardi che si possono eventualmente concretizzare nella fase di realizzazione dell'opera.

Performance bond, garanzia attivata solo nel caso in cui vi sia effettiva manifestazione della perdita derivante dalla mancata realizzazione dell'opera da parte del committente stando alle condizioni di tempo e di costo prestabilite e qualora il danno assuma una certa rilevanza.

Retention money guarantee col fine di copertura del rischio di spese impreviste da sostenere al termine dei lavori a causa della manifestazione di errori commessi durante la fase di realizzazione da parte del costruttore.

Advanced payment guarantee, cioè la garanzia che viene richiesta dalla Pubblica Amministrazione o dalla società veicolo al costruttore in cambio dell'anticipo fornito a quest'ultimo per la realizzazione dei lavori.

Ipoteca sul terreno che può essere richiesta dai finanziatori agli sponsor per coprire una parte del rischio dell'operazione

Pegno sulle azioni tipologia utilizzata al fine di ridurre il rischio di credito dei finanziatori.

Apporto (ulteriore) di venture capital con il fine ultimo di copertura dei maggiori costi e ritardi sui flussi in entrata conseguentemente a ritardi avuti nei tempi di consegna dell'opera.

Per fare riferimento alle forme di garanzia maggiormente utilizzate in ambito internazionale si fa un breve elenco con riferimento alla panoramica normativa in Italia in materia di garanzie da correlare all'offerta.

Con riferimento alla realtà italiana, alle disposizioni di legge contenute in alcuni articoli del codice dei Contratti Pubblici, ed alla luce del terzo decreto correttivo alla legge n.415/1998, cioè il decreto legislativo n.158/2008 sono previste diverse tipologie di garanzie da corredare all'offerta e da presentare nelle diverse fasi.

Innanzitutto, il primo comma dell'articolo 75 c.c.p. (codice dei contratti pubblici) riprendendo la disciplina già presente nel corpus della legge n.109/1994 (cd. Legge Merloni) prevede che la garanzia a corredo dell'offerta (**cauzione provvisoria**) debba essere pari al 2% del prezzo base indicato nel bando o nell'invito in forma di cauzione o fidejussione a scelta dell'offerente; tale cauzione, sempre a discrezione dell'offerente, potrà essere presentata sottoforma di contanti o di titoli del debito pubblico presso una stazione di Tesoreria provinciale o un'azienda autorizzata a ciò. In alternativa, la fideiussione potrà essere bancaria, assicurativa oppure rilasciata dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art.107 del D.Lgs. n.385/1993 che svolgono, dietro autorizzazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, il rilascio di autorizzazioni in via esclusiva o comunque prevalente. Stando al comma 4 del sopracitato articolo nella fideiussione deve essere espressamente prevista sia la rinuncia al beneficio della preventiva escussione da parte del debitore principale, sia la rinuncia all'eccezione di cui all'art.1957 Codice Civile⁴ nonché l'operatività della medesima garanzia entro 15 giorni dalla semplice richiesta scritta presentata dalla stazione appaltante.

In termini di durata minima della garanzia questa viene fissata in 180 giorni a partire dalla data di presentazione della proposta, anche se è stata introdotta la facoltà per le stesse stazioni appaltanti di richiedere nel bando di gara o nella lettera di invito, relativamente alla durata presumibile del procedimento di gara, un termine che possa anche essere superiore o inferiore ai 180 giorni.

Un altro importante aspetto che va considerato è la possibilità, prevista espressamente al comma 7 dell'articolo in questione, di ridurre del 50% l'importo della garanzia a quegli

⁴ “Il fideiussore rimane obbligato anche dopo la scadenza dell'obbligazione principale, purché il creditore entro sei mesi (Art.2964; att. 190) abbia proposto le sue istanze contro il debitore e le abbia con diligenza continuate” (Art.1267); (Fonte:Art.1957 Codice Civile)

operatori economici ai quali sia stata rilasciata ai sensi delle norme europee della serie UNI CEI EN 45000 ed UNI CEI EN ISO/IEC 17000, la certificazione del sistema di qualità conforme alle norme europee della serie UNI CEI ISO 9000. Al fine della fruizione di tale beneficio il concorrente è tenuto a segnalare, in sede di offerta, il possesso del requisito e la documentazione di esso nei modi prescritti dalla normativa vigente. Inoltre la garanzia dovrà essere corredata dall'impegno di un fideiussore a rilasciare la garanzia definitiva qualora l'offerente dovesse risultare aggiudicatario.

La seconda garanzia prevista dalla legge a corredo dell'offerta è la **cauzione a copertura delle spese di presentazione della proposta**, da fissarsi in bando in misura pari al 2, 5% del valore dell'investimento, desumibile dallo studio di fattibilità posto a base di gara. Poiché la legge non fornisce precisazioni specifiche riguardo alle modalità tramite le quali detta cauzione debba essere presentata, gli esperti tendono a ritenere il concorrente privo di specifici vincoli e legittimato a prestare la cauzione in contanti o tramite fideiussione (bancaria o assicurativa o di intermediari finanziari di cui all'art.107 D.Lgs. n.385/1993 con attività di cui sopra). Nel bando dovrà inoltre essere previsto il contenuto di tale cauzione.

Una volta terminato il procedimento di gara con l'individuazione di un aggiudicatario, stando a quanto riportato dall'art.113 c.c.p., quest'ultimo è tenuto a prestare la **clausola definitiva** per una misura pari al 10% dell'importo dei lavori. Allo stesso modo della clausola provvisoria di cui all'art.75 comma 7 anche per la clausola definitiva è prevista la riduzione del 50% dell'importo dovuto qualora vi siano operatori economici che dimostrino di possedere la certificazione del sistema di qualità di cui sopra. La copertura di tale garanzia concerne gli oneri per il mancato o inesatto adempimento degli obblighi che convenzionalmente fanno capo al concessionario nella fase di esecuzione dei lavori e non ha più effetto solo a partire dalla data di emissione della certificazione di collaudo provvisorio o di quello di esecuzione regolare. L'ultima garanzia di cui dispone la normativa sulla finanza di progetto è la **cauzione a garanzia degli obblighi di gestione**. Tale cauzione deve essere prestata dalla data di inizio dell'esercizio da parte del concessionario per un importo pari al 10% del costo annuo operativo di esercizio, dedotto dal Piano Economico Finanziario. Le modalità di rilascio di tale clausola sono dettate dall'art.113 in tema di cauzione definitiva. Il richiamo alle modalità di cui all'art.113 è da intendere solo nel senso che la cauzione può essere, a discrezione dell'offerente, bancaria, assicurativa o rilasciata dagli intermediari autorizzati dal MEF (Ministero dell'Economia e delle Finanze) che svolgono in via esclusiva

o prevalente attività di rilascio di garanzie, e non nel senso di poter ammettere l'applicabilità delle altre disposizioni in tema di clausola definitiva (vd. supra). La clausola va a garantire contro le penali conseguenti il mancato o inesatto adempimento di tutti gli obblighi contrattuali relativi alla gestione dell'opera. Qualora non venga presentata tale cauzione da parte dell'aggiudicatario l'Amministrazione aggiudicatrice (Amministrazioni di Stato, Enti pubblici territoriali, altri enti pubblici non economici, gli organismi di diritto pubblico e le associazioni, le unioni, i consorzi, comunque denominati e costituiti da tali soggetti; Fonte:Gentile, 2009) può attivare un procedimento volto all'ottenimento della risoluzione del contratto di concessione.

1.5 Fasi principali e tecniche operative

Sebbene ogni operazione di project presenti delle proprie caratteristiche, è possibile identificare tre distinte fasi principali:

1. **Fase di strutturazione dell'operazione**, in cui si attiva il processo di allocazione dei rischi e si valutano i relativi rapporti rischio/rendimento. I documenti sui quali si formalizza l'intero processo sono due: lo *studio di fattibilità* ed il *term-sheet*. Per quanto concerne il primo, questo rappresenta uno degli elementi distintivi della procedura "monofasica" (nella quale è prevista un'unica gara all'esito della quale è aggiudicata la concessione) della finanza di progetto, e può essere posto a base di gara dalle amministrazioni aggiudicatrici in alternativa all'affidamento mediante concessione ai sensi dell'art.143 c.c.p. Lo studio può essere così utilizzato tramite pubblicazione di un bando finalizzato alla presentazione di offerte che contemplino l'utilizzo di risorse totalmente o parzialmente a carico dei soggetti proponenti (Fonte:art.153 c.c.p.). Tale documento ha l'obiettivo di verificare se vi siano le condizioni a livello istituzionale, tecnologico, di mercato e finanziarie necessarie e sufficienti alla realizzazione di un'operazione in p.f. anziché con strutture di finanziamento alternative. Ultimamente parte degli esperti (e nella fattispecie si fa riferimento ad un parere fornito dall'Unità Tecnica della Finanza di Progetto, UTFP) consiglia di affiancare allo studio di fattibilità il PPP test, cioè una serie di analisi sulla percorribilità dell'opzione di utilizzare il project financing o, in senso più allargato, tecniche di Partenariato Pubblico Privato. Più avanti (e specificatamente nel paragrafo 1.6 Valutazione economica e sostenibilità finanziaria) ci si soffermerà

sull'esplicazione di tale modalità e di tutte le implicazioni ad essa collegate, ma adesso si passa alla definizione del term-sheet che sintetizza l'insieme delle condizioni contrattuali e di finanziamento su cui poggia l'iniziativa. Alla redazione dello studio di fattibilità concorre la necessità di predisposizione di un'intensa attività di raccolta dati; le informazioni contenute nello studio saranno del tutto simili a quelle che, successivamente, compariranno nell'Information Memorandum e riguardano i promotori, la struttura societaria, la descrizione del progetto, la tecnologia impiegata, il mercato di riferimento, i ricavi, i costi, gli investimenti e le relative modalità di copertura.

2. **Fase di realizzazione dell'opera**, in cui si definiscono e concludono i contratti sia con le società contractor che con le società sub-appaltatrici, ed inoltre vengono avviati e portati a compimento tutti i lavori di costruzione dell'opera. I documenti alla base di questa fase sono i contratti commerciali, le sottoscrizioni di finanziamento ed i rapporti di monitoraggio.
3. La terza ed ultima **fase** è quella **della gestione** dell'opera successiva al suo completamento, cioè quella più remunerativa per gli sponsor, in cui i flussi di cassa generati dall'opera sono disponibili per il concessionario, gravati "solo" dall'imposizione fiscale. Per quanto riguarda i finanziatori il termine dell'operazione è rappresentato dalla restituzione totale del debito, composto dalla quota capitale più la quota interessi.

Riferendosi, invece, all'esito dell'operazione, dopo la fase di gestione non si ha un unico andamento poiché possono essere applicate diverse **tecniche operative** che si esplicheranno di seguito, alcune delle quali prevedono il trasferimento (*transfer*) dell'opera alla Pubblica Amministrazione mentre altre non lo prevedono.

Lo schema principale previsto all'interno della normativa italiana in ambito di costruzione di opere pubbliche è quello di Build, Operate and Transfer (**BOT**), ampiamente utilizzato nei paesi industrializzati ed applicabile in tutti i casi in cui per le infrastrutture (come nel caso dell'Eurotunnel) sia possibile creare un sistema certo di tariffazione. Grazie a tale possibilità prevista dalla legge viene a configurarsi il profilo del costruttore-promotore non più mero realizzatore dell'opera ma che ricopre, allo stesso tempo, il ruolo di ideatore, progettista, realizzatore ed utilizzatore dell'impianto o dell'infrastruttura, con la necessità di valutare la fattibilità tecnica del progetto, l'entità dei costi e di formulare una strategia commerciale e di

gestione tali da portare a comprendere i margini di redditività dell'investimento.

Letteralmente tale tipologia significa in italiano “Costruisci, Opera e Trasferisci”, anche se vi è un'altra modalità, il Build Own Operate and Transfer (**BOOT**, cioè Costruisci, Possiedi, Gestisci e Trasferisci) che lascia ai privati la realizzazione e la gestione dell'opera pubblica ma assegna a questi il compito di trasferirla alla Pubblica Amministrazione al termine di un periodo di concessione che abbia una durata temporale congrua ad assicurare la produzione di flussi di cassa operativi che possano remunerare gli investimenti. Altre tecniche operative sono rappresentate dal BOOST, BOO, DBFO e ROL. Per quanto riguarda il **BOOST** (Build, Own, Operate, Subsidize and Transfer, dove subsidize sta per Sovvenzione) si distingue dal **BOOT** poiché sono necessari contributi pubblici in termini di denaro per far raggiungere al progetto l'equilibrio economico e finanziario (siamo nella fattispecie di opere “che non si ripagano da sole” come quelle fredde o tiepide); in genere tale contributo raggiunge il 30-40% del costo dell'opera. Il **BOO** (Build, Own and Operate) viene scelto per la costruzione di impianti energetici, in contesti di totale privatizzazione del servizio offerto, con la differenza rispetto al **BOOT** che non vi sarà mai trasferimento della proprietà alla Pubblica Amministrazione da parte dei privati (che realizzeranno e costruiranno, comunque, il progetto). Il **DBFO** (Design, Build, Finance and Operate) prevede il coinvolgimento dei privati sia in fase di progettazione che nella fase di messa a punto della struttura finanziaria; tale forma caratterizza infrastrutture con orizzonte temporale ridotto, elevati investimenti (soprattutto nella fase di inizio della concessione) da parte dei privati, che otterranno la loro remunerazione grazie alla gestione dell'opera per un determinato numero di anni. Ultima tipologia è il **ROL** (Rehabilitate, Operate and Leaseback) che ha lo scopo di ristrutturare un impianto caratterizzato da un contratto di *(sell and) lease back*⁵. Come in tutti i contratti di leasing, anche nel contratto di lease-back l'utilizzatore ha la facoltà di riscattare il bene al termine del contratto di locazione, previo raggiungimento di un accordo ex-ante sulle modalità per il riscatto.

⁵ Forma di finanziamento dell'impresa caratterizzato da un contratto di vendita di un bene stipulato tra il privato ed i finanziatori che contestualmente lo assegnano in locazione finanziaria, o leasing finanziario, al soggetto privato o cedente; quest'ultimo pertanto diventa utilizzatore mentre in precedenza era proprietario del bene

1.6 Valutazione economica e sostenibilità finanziaria

Quando si parla di equilibrio economico finanziario di un investimento si fa riferimento al rispetto, nello stesso tempo, delle condizioni di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria. Sinonimo di convenienza economica è redditività, cioè capacità del progetto di creare valore durante il periodo di concessione (solitamente di concessione e gestione) e di generare un livello di redditività adeguato rispetto al costo del capitale investito. Per sostenibilità finanziaria, invece, si intende la capacità del progetto di generare flussi finanziari sufficienti al rimborso del debito contratto e di garantire un'adeguata remunerazione del capitale proprio. Le due condizioni vengono verificate attraverso il calcolo, rispettivamente, degli indici di redditività (VAN, TIR, Pay-back Period, LLNPV) e gli indici di bancabilità (DSCR, ADSCR, PCR, LLCR); ci si riferisce a diverse metodologie di valutazione anche se le più usate sono quelle di analisi di capital budgeting, ed in particolare il metodo dei flussi monetari scontati (Discounted Cash Flow Method), in cui vengono registrati ed aggregati tutti gli effettivi esborsi o ricavi monetari generati nell'arco della vita del progetto e vengono scontati i valori futuri per un appropriato fattore di sconto.

In riferimento agli indici di redditività per calcolare la convenienza economica di un investimento, si usano i flussi di cassa calcolati sulla base del principio di cassa, al lordo degli oneri finanziari ma al netto delle imposte; poiché non vengono considerate le variazioni indotte dalla struttura finanziaria, si parla di Unlevered Cash Flows (UCF). Di seguito viene esposta la metodologia per definire tale grandezza.

Margine Operativo Lordo
- Ammortamenti ed accantonamenti
= Reddito Operativo Lordo
- Imposte sul Reddito Operativo
= Reddito Operativo Netto
+ Ammortamenti ed Accantonamenti
+/- Δ Capitale Circolante
+/- Δ Fondo TFR
- Investimenti Operativi
+ Disinvestimenti Operativi

= Unlevered Cash Flows (UCF)

Fonte: Falini, 2008

Il primo indice calcolato è il **VAN o NPV** (Valore Attuale Netto o Net Present Value in inglese) che esprime in numerario la ricchezza prodotta (se di valore positivo) o distrutta (se di valore negativo) nel tempo da un investimento ed è rappresentato dalla somma algebrica di tutti i flussi di cassa del progetto attualizzati; la formula per il calcolo è la seguente:

$$\text{VAN} = \sum_{t=1}^n \text{UCF}_t / (1+k)^t$$

dove:

UCF = Unlevered Cash Flow

k = costo delle risorse finanziarie

n = orizzonte temporale

Quando tale indice assume un valore maggiore di zero sta a significare che il progetto sarà in grado di generare flussi di cassa sufficienti a coprire gli esborsi sostenuti, tali da remunerare i capitali impiegati e lasciare libere ulteriori risorse per altre destinazioni, e tale scenario (VAN > 0) indica altresì la condizione necessaria affinché un progetto possa essere accettato anche se non sarà sempre sufficiente perché vi sarà da fare riferimento a diversi altri indicatori e situazioni. Per il calcolo del k (costo delle risorse finanziarie) nella prassi si fa riferimento al WACC (Weight Average Cost of Capital, costo medio ponderato del capitale), dove per capitale si indica sia il capitale di rischio che il capitale di debito per l'impresa. La formula è la seguente:

$$\text{WACC} = K_d * (1-t) * D / (D + E) + K_e * E / (D + E)$$

in cui:

D = capitale di debito

E = capitale di rischio (equity)

K_d = costo del capitale di debito

K_e = costo del capitale di rischio

t = aliquota fiscale

Per quanto concerne K_d , viene calcolato come tasso medio applicato alle fonti di finanziamento dell'impresa, al netto dell'imposizione fiscale, mentre K_e sta ad indicare il rendimento medio atteso da parte degli azionisti rispetto ad un progetto d'investimento con rischiosità e caratteristiche simili all'investimento programmato. Per il calcolo si fa riferimento alla metodologia del CAPM (Capital Asset Pricing Model) fondata sul presupposto che gli investitori riescano a realizzare un'efficace diversificazione di portafoglio e che con tale attività riescano a mitigare una parte del rischio, cosicché solo la parte di rischio ineliminabile grazie alla diversificazione dovrà essere remunerata.

$$K_d = r_f + CS$$

dove:

r_f = rendimento di un'attività risk-free (solitamente titoli di Stato)

CS = Credit Spread

Per il calcolo del costo del capitale di credito si fa riferimento a tale formula (basata sulla Metodologia del CAPM):

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

r_f = rendimento di un'attività risk-free

β = parametro per misurare il *rischio sistematico*⁶ connesso con l'investimento che si sta considerando; dipende dal settore di attività, dalla struttura di costo della produzione (leva operativa) e dalla struttura di finanziamento (leva finanziaria)

r_m = rendimento atteso del mercato

⁶ Parte di rischio che non può essere eliminata col ricorso ad una strategia di diversificazione di portafoglio e che per il CAPM rappresenta l'unica parte di rischio che deve essere remunerata, poiché l'altra parte del rischio, cioè il *rischio specifico*, può essere mitigata se non addirittura eliminata ricorrendo alla diversificazione di portafoglio

$$(r_m - r_f) = \text{market risk premium}$$

In sede di valutazione l'incognita maggiore nella definizione del rischio è rappresentata dalla stima del β , che potrebbe essere risolto effettuando confronti con le società *comparable* (società operanti in settori simili a quelli di attinenza del progetto). Tale modalità non è la soluzione di tutti i problemi poiché c'è da tenere conto del fatto che il progetto ha una propria specificità, che vi è un'evoluzione nel tempo di tali imprese (spesso non quotate in mercati borsistici) e che ve ne sono poche, facendo perdere la significatività di tale analisi. Un altro approccio percorribile è di tipo *bottom up* che analizzi, in primis, i margini di contribuzione, e ne suddivida poi le componenti non soggette al rischio da quelle soggette (grazie all'utilizzo di β *comparable* più adeguati).

Altro indice utilizzato è il **TIR o IRR** (Tasso Interno di Rendimento o Internal Rate of Return) che rappresenta quel tasso che rende nullo il VAN di un progetto, cioè che rende il valore attuale dei flussi di cassa in entrata uguale a quello dei flussi di cassa in uscita, ossia il tasso limite al di sopra del quale non vi è convenienza per l'impresa a reperire finanziamenti per il progetto (o il tasso di rendimento dei cash-flows generati e reinvestiti durante la vita utile del progetto; Falini, 2008). Il progetto presenterà il requisito della convenienza economica solo qualora il TIR dei suoi UCF (Unlevered Cash Flows) risulterà essere maggiore dell'*hurdle rate* (tasso soglia per il confronto).

La formula per il calcolo del TIR è:

$$\sum_{t=1}^n \text{UCF}_t / (1 + \text{TIR})^t = 0$$

con $\text{TIR} > i^*$

i^* = tasso soglia per il confronto

Terzo indice per valutare la convenienza economica è il **Pay-back period** (periodo di recupero, pareggio), periodo di tempo necessario ad ottenere l'equivalenza tra i flussi di cassa generati dal progetto in entrata ed in uscita. Analiticamente si ha:

$$\sum_{t=1}^n \text{FCP}_i = \sum_{t=1}^n \text{FCN}_i$$

con:

FCP = flussi di cassa positivi

FCN = flussi di cassa negativi

L'ultimo indice di redditività di un progetto, utilizzato soprattutto dagli istituti di credito nella valutazione della "bancabilità" del progetto, poiché si analizzano solo i flussi che si manifestano fino all'estinzione del finanziamento, ignorando completamente ciò che avviene dopo, è il **LLNPV** (Loan Life Net Present Value), che indica il valore attuale netto del progetto limitatamente alla durata dei finanziamenti. Valori positivi di tale indice stanno ad evidenziare che il progetto consente un incremento di valore dell'investimento nel periodo di vita del debito.

Poiché non tutti gli investimenti che risultano convenienti da un punto di vista economico sono poi sostenibili dal punto di vista finanziario, appare doveroso fare riferimento all'analisi relativa alla sostenibilità finanziaria (capacità del progetto di generare flussi monetari a sufficienza per garantire il rimborso dei finanziamenti ed un'adeguata redditività per gli azionisti) e procedere al calcolo dei cover ratios o indici di bancabilità. Vi è la necessità di verificare se i flussi monetari in entrata saranno in grado di coprire i flussi monetari in uscita. Nella schema seguente vi è l'esposizione dei flussi che, proiettati per tutti i periodi della concessione, indicano la capacità del progetto di soddisfare il servizio del debito e di remunerare l'equity per ogni periodo.

Margine Operativo Lordo
+/- Δ Capitale Circolante Netto Commerciale
+/- Reddito Operativo Lordo
- Investimenti operativi
+ Disinvestimenti operativi
= Flusso monetario operativo al lordo delle imposte
- Interessi passivi netti
- Imposte sul reddito d'esercizio

+/- Δ del fondo imposte
+/- Δ “programmata” dell’indebitamento finanziario netto
= FCFE (Free cash flow to Equity, flusso monetario netto per gli azionisti)

Fonte: Falini,2008; Massari, Zanetti, 2007

Da tali flussi vengono calcolati i *cover ratios* che si riferiscono alla sola fase di gestione dell’opera poiché normalmente gli investimenti di questo tipo, come del resto anche gli altri, nella fase di costruzione non danno ricavi da poter utilizzare a copertura del debito contratto. Gli indici maggiormente utilizzati sono quelli che riguardano la liquidità, la copertura e l’indebitamento e vengono elencati ed approfonditi di seguito:

DSCR (Debt Service Cover ratio), indice di copertura del debito, rappresentato dalla seguente formula:

$$DSCR_t = FC_t / (QI_t + QC_t)$$

con:

FC_t = Flusso di cassa operativo del progetto

QI_t = Quota interessi da rimborsare

QC_t = Quota capitale da rimborsare

In uno qualsiasi degli esercizi della fase di gestione (fase a cui si riferiscono gli indici di bancabilità) i flussi di cassa operativi generati dal progetto (numeratore) debbono essere in grado di coprire il servizio del debito contratto coi finanziatori (denominatore). Per presentare un livello adeguato di sostenibilità finanziaria (anche se non è corretto generalizzare poiché bisogna vedere il settore di riferimento, fare un confronto con i competitori e condurre delle analisi spazio-temporali) solitamente si fa riferimento a valori medi di tale indice compresi tra 1,4 ed 1,6. Con un valore permanentemente minore di 1 si evidenzia una situazione di insostenibilità per i creditori stessi.

ADSCR (Average Debt Service Cover Ratio), derivante dall’indice precedente e che rappresenta la media aritmetica degli indici DSCR che si registrano in ogni periodo ed assume tale configurazione:

$$ADSCR = [\sum_{t=1}^n FC_t / (I_t + C_t)] / n$$

n = durata in anni del piano di ammortamento del prestito

PCR (Project Cover Ratio) che indica il rapporto tra il valore attuale dei flussi di cassa generati dal progetto in relazione all'intero ammontare del debito contratto, e qualora il risultato sia quanto più possibile maggiore di 1, tanto maggiore sarà la solidità dell'impresa sotto il profilo finanziario.

$$PCR_t = [\sum_{t=1}^n FC_t / (1+WACC)^t] / D$$

dove:

D = Ammontare complessivo del debito contratto

LLCR (Loan Life Cover Ratio), quoziente tra la somma attualizzata dei flussi di cassa operativi tra il momento di valutazione (s) e l'ultimo anno della vita del debito (s+n), a cui si aggiunge l'eventuale riserva disponibile accumulata per il debito (DR) tutto rapportato al debito residuo allo stesso istante di valutazione (O_t , cioè out standing).

$$LLCR_t = (\sum_{t=s}^{s+n} FC_t / (1+i)^t + DR) / O_t$$

con:

s = istante di valutazione

s + n = ultimo anno della vita del debito

FC_t = cash flow del progetto all'esercizio t

DR = eventuale riserva accumulata fino al periodo di valutazione per il servizio del debito

O_t = Debito residuo al periodo t (Outstanding)

Oltre a tali indicatori i finanziatori dell'impresa ricorrono anche all'analisi del Grado di Leva Operativa e del Grado di Leva Finanziaria dell'impresa, con l'individuazione di un livello massimo dell'ultimo cover ratio.

1.6.1 Public Sector Comparator e Value for Money

Nell'ambito delle valutazioni da compiere in un'operazione di project financing, esiste da tempo una metodologia (trasformata in obbligo di legge in Gran Bretagna ed in Australia) internazionale denominata PSC (Public Sector Comparator), al fine di valutare la creazione eventuale di Value for Money. Prima di procedere oltre è opportuno definire i due concetti appena citati. Per Public Sector Comparator si intende un ipotetico costo corretto con una

componente di rischio nel caso in cui un'opera venga finanziata e gestita interamente da un'amministrazione pubblica. Tale metodologia di derivazione anglosassone è utilizzata per determinare se per l'Ente pubblico sia più conveniente ricorrere a forme di PPP (al cui interno figura anche il project financing) oppure ad alternative a totale contribuzione pubblica. Il discriminante tra le due alternative è la creazione di Value for Money, margine di convenienza di un'operazione di PPP (o di PF) rispetto ad una di appalto tradizionale, che rappresenta altresì la differenza tra il costo di costruzione dell'opera in un ottica di appalto tradizionale ed il costo in caso di PPP; grazie all'utilizzo di tale metodologia si determina la capacità di una Pubblica Amministrazione di orientare la propria spesa verso soluzioni maggiormente efficienti. L'analisi tramite PSC è raccomandata dalla Commissione Europea nelle Linee Guida per Public Private Partnership di successo, utilizzando tale metodologia come benchmark per comparare le forme di investimento pubbliche con le proposte private di investimento. In Italia non vi è alcun obbligo normativo di utilizzare la tecnica del PSC per valutare la creazione del VfM ma è evidente che dovranno essere fatti passi significativi al riguardo anche se diversi esperti in materia (leggasi UTFP ossia Unità Tecnica della Finanza di Progetto ed AVCP Autorità di Vigilanza sui Contratti Pubblici) esortano l'adozione di tali strumenti in aggiunta allo studio di fattibilità da porre a base di gara, soprattutto nel caso di opere fredde. La caratteristica del PSC è quella di basarsi sul confronto tra Valore Attuale Netto dei costi generati nelle due diverse alternative di affidamento aggiustato per una componente di rischio (nel caso dell'appalto tradizionale i rischi in capo alla Pubblica Amministrazione saranno, numericamente, superiori rispetto al caso del PPP o del PF). Risulta ancora di cruciale importanza una valutazione il più possibile accurata dei rischi al fine di arrivare ad un'allocazione di essi tra pubblico e privato in base alle capacità di controllarli efficacemente, oltre ad una analisi dei costi che risulterà, però, di più facile attuabilità visto che i vari importi sono riscontrabili, poiché già utilizzati per la valutazione economico-finanziaria del progetto e presenti nei documenti posti a base di gara. Di seguito si espongono le componenti di costo che si riferiscono al PSC ed all'alternativa di Project Finance Initiative (PFI), con la rappresentazione grafica che illustra meglio il significato delle due grandezze oggetto di tale paragrafo.

Il costo del PSC per la Pubblica Amministrazione è composto da tre elementi fondamentali:

Costo Base cioè il costo complessivo attualizzato di investimento e gestione

Rischi trattenuti, ossia la stima in termini monetari dei rischi trattenuti dall'Amministrazione

Neutralità competitiva che indica il valore dei rischi teoricamente trasferibili in capo all'operatore privato nel caso si attuasce un'operazione di project financing.

Il costo della Project Financing Initiative per l'amministrazione si suddivide in:

Rischi trattenuti che rappresentano la stima, in termini monetari, da effettuarsi con riferimento ai rischi trattenuti dall'Amministrazione

Costo di Contributo e Gestione che esprime il costo del contributo in c/lavori e del canone di gestione/integrazione dei ricavi corrisposti all'Amministrazione.

RISCHI TRATTENUTI	INVESTIMENTO E GESTIONE	RISCHI TRASFERIBILI
------------------------------	--	--------------------------------

PSC

RISCHI TRATTENUTI	CONTRIBUTO E CANONE	VALUE for MONEY
------------------------------	------------------------------------	--------------------------------

PFI

Fonte: Falini, 2008

C'è convenienza per la pubblica amministrazione nell'adottare forme di Project Finance o di Public Private Partnership qualora la sommatoria di tutti i rischi trasferibili e del costo base per tutti gli anni risulti essere superiore alla sommatoria (sempre riferita a tutti gli anni dell'opera) del costo per il contributo e canone.

Per la determinazione del PSC il primo elemento di criticità è l'identificazione del progetto di riferimento (*reference project*) cioè la modalità più efficiente a disposizione dell'ente

pubblico per realizzare direttamente l'infrastruttura che consenta il raggiungimento degli obiettivi in termini di output definiti in sede di programmazione.

Il calcolo del PSC avviene applicando il *Discounted Cash Flow Model*, per comparare il valore attuale netto delle opzioni di investimento (nella fattispecie appalto pubblico rispetto al project financing) tenendo conto dei rispettivi flussi di cassa.

Per identificare l'opzione che assicuri la più efficiente articolazione del rischio è necessario fare riferimento ad una completa attività di quantificazione dei diversi flussi di cassa relativi all'intero ciclo della costruzione e gestione dell'infrastruttura e, a tal fine, bisogna attuare una scomposizione del PSC in quattro componenti di valore:

PSC grezzo che include tutti i costi, diretti ed indiretti, derivanti dalla costruzione, gestione e conservazione dell'opera

Rischio trasferibile che si riferisce a tutti gli elementi di rischio che possono essere gestiti dai soggetti privati a condizioni economicamente convenienti

Rischio trattenuto rappresentato dagli elementi di rischio rimanenti rispetto alle categorie precedenti

Neutralità competitiva che include i vantaggi e gli svantaggi dell'ente rispetto al promotore privato, considerando i soli costi e ricavi associati allo svolgimento di una determinata attività remunerativa da parte dell'attore pubblico, ossia quelli che non si manifesterebbero qualora la stessa attività fosse gestita dal partner privato.

Le esigenze di comparazione impongono di stimare i costi *ceteris paribus* cioè nell'ipotesi in cui l'ente riesca a realizzare il progetto nei tempi e secondo le specifiche di output che sono state definite in fase di programmazione ed assumendone la piena responsabilità finanziaria. Pertanto, l'efficacia dell'indicatore PSC dipende dalla capacità dell'Amministrazione o dell'ente pubblico di formulare ipotesi ragionevoli, trasparenti e coerenti con le migliori best practices disponibili.

Riprendendo la componente del PSC grezzo (raw PSC), facendo riferimento ad un documento della Dott.ssa Martiniello (UTFP) del 2005 sul PSC nel settore dei trasporti stradali, si ha una tale composizione:

+ Costi diretti di produzione
Progettazione

Acquisizione terreni
Materie prime
Costi associati alla procedura di appalto
Consulenze esterne relative alla costruzione
Costi generali di costruzione (amministrazione, personale ecc.)
Attrezzature e macchinari per la costruzione
+ Costi diretti di manutenzione
Manutenzione ordinaria
Manutenzione straordinaria
+ Costi operativi diretti
Materie prime e beni di consumo
Costo del lavoro connesso all'erogazione del servizio
Costi diretti di gestione
Premi assicurativi
+ Quote di costi indiretti
Costi generali di gestione (pulizia, lavanderia ecc.)
Attrezzature <i>non-core</i> utilizzate per i servizi generali
Costi connessi all'utilizzo di edifici ad uso amministrativo
- Ricavi ottenibili da terzi
= PSC grezzo totale

Fonte: Martiniello, 2005

Con riferimento alla metodologia utilizzata dallo stato australiano di Victoria, considerando il PSC grezzo, il rischio trattenuto, il rischio trasferibile e la neutralità competitiva è possibile schematizzare come segue il processo di determinazione del Public Sector Comparator:

Definizione dei risultati attesi
Definizione del progetto di riferimento
Identificazione delle componenti del PSC grezzo
Assegnazione dei costi diretti
Assegnazione dei costi indiretti
Calcolo del PSC grezzo (A)

Neutralità competitiva (B)
Identificazione dei rischi materiali
Quantificazione delle conseguenze finanziarie
Stima delle probabilità del rischio
Calcolo del valore del rischio
Scelta dell'allocazione dei rischi
Calcolo del rischio trasferibile (D)
Calcolo del rischio trattenuto (C)
Calcolo del PSC= (A) + (B) + (C) + (D)

Fonte: Partnership Victoria (2001-2005; la spiegazione di tale intervallo di tempo si trova poco più avanti).

La metodologia utilizzata per determinare il PSC attribuisce al rischio un valore che ne esprima il costo atteso nell'ipotesi in cui il progetto venga realizzato, mediante l'attivazione di una procedura di appalto tradizionale, interamente dal soggetto pubblico. Grazie a tale valore è anche possibile stimare il prezzo che la Pubblica Amministrazione può essere disposta a pagare per trasferire, quantomeno per una parte, il rischio in capo al soggetto privato che partecipi ad un'operazione di finanza di progetto o di PPP.

Come anticipato, alcuni Paesi hanno individuato metodologie articolate per identificare e quantificare i costi ed i ricavi del progetto ed i principali rischi che possono essere trasferiti dalla PA ai privati e per depurare i dati sotto l'ipotesi della neutralità competitiva tra soggetto pubblico e privato. L'Unità Tecnica per la Finanza di Progetto (UTFP) e l'Autorità per la Vigilanza sui Contratti Pubblici (2009) consigliano un approccio graduale con una prima fase di implementazione per l'individuazione dei principali costi e ricavi del progetto ed il valore dei rischi trasferibili.

In Inghilterra nel Policy Statement n.2 del 1998 "Public Sector Comparator and Value for Money" la verifica del VfM, attraverso il calcolo del PSC era frutto di un processo di comparazione tra il costo di realizzazione diretta (appalto) e quella in compartecipazione con i soggetti privati (project financing o altre forme di PPP), ed il calcolo di tale indicatore era obbligatorio per le amministrazioni nella fattispecie di realizzazione di opere fredde. Il calcolo del PSC avveniva a discrezione delle singole amministrazioni interessate, con l'utilizzo di tecniche quali-quantitative dei rischi e l'ausilio di esperti per stimare la probabilità di

accadimento di eventi e le conseguenze di tali eventi rischiosi. Tale metodologia è stata aspramente criticata e per tale motivo dal 2007 è stato modificato l'approccio da parte del governo inglese nella parte delle linee guida denominata "Value for Money assessment guidance" predisponendo (da parte del Partnership UK, che è la task force inglese per le PPP) un foglio excel allegato ed attraverso l'inserimento di una serie di variabili di input questo procede in maniera semiautomatizzata a confrontare la procedura tradizionale (CP = Conventional Procurement) con l'opzione di realizzazione di Project Financing (PF); la convenienza dell'uno o dell'altro strumento emerge dal confronto tra il valore attuale netto nei due scenari.

Per quanto riguarda l'esperienza australiana, ed in particolare lo Stato di Victoria (vedere la tabella precedente), ha visto svilupparsi la metodologia di calcolo del PSC con le "PSC : Technical Notes" che sono state pubblicate nel 2001, ma l'ultimo aggiornamento risale al 2005.

Facendo invece riferimento ad un modello generale per il calcolo del PSC (che è simile a quello utilizzato nello Stato di Victoria ed è trattato nel documento di settembre 2009 presentato congiuntamente dall'UTFP e dall'AVCP), prima di tutto è di cruciale importanza **la scelta del tasso di sconto per l'attualizzazione dei flussi di cassa**. Definito con s il fattore di sconto, r il tasso di attualizzazione ed n il numero di anni del periodo di ammortamento, allora per l'anno t si ha che :

$$s_t = 1/(1+r)^t$$

$$\text{con } 0 \leq t \leq n$$

Anche per quanto riguarda il tasso di sconto r vi sono delle diversità tra paese e paese e sono state date diverse indicazioni per determinarlo.

Nel 2003 la Commissione Europea, attraverso la "Guida all'analisi costi benefici dei progetti di investimento" ha indicato che il tasso debba assumere un valore tra 3% e 5,5%.

In Italia la Conferenza dei Presidenti delle Regioni e delle Province autonome ha indicato un tasso di sconto per i cash flows generati dagli investimenti pubblici pari al 5%; in alternativa si potrebbe utilizzare il saggio applicato dalla Cassa Depositi e Prestiti ai finanziamenti concessi.

Nel Regno Unito è stata redatta una guida nella quale si afferma che i tassi di sconto possono assumere valori compresi tra l'1% ed il 3,5% a seconda della durata del finanziamento.

Particolare è al riguardo l'esperienza negli Stati Uniti dove il riferimento normativo è la Circular n.A-94 curata e redatta dall'Office Management and Budget, in cui una volta scelto il tasso di sconto da applicare ai flussi potrebbe rendersi necessario correggerlo per il valore atteso d'inflazione (se i flussi di cassa sono espressi in valori nominali), utilizzando l'equazione di Fisher che mette in relazione i tassi d'interesse reali e quelli nominali.

Abbiamo quindi che:

$$\text{Tassodi sconto nominale} = (1 + \text{tasso di sconto reale}) * (1 + \text{tasso di inflazione atteso}) - 1$$

Il risultato di questa equazione dovrà essere applicato ai flussi di cassa nominali.

Per la modalità di quantificazione dei costi non vi è grande difficoltà poiché già nella valutazione economica e finanziaria dell'opera si fa riferimento all'importo che più o meno sarà quello definitivo di realizzazione dell'opera. Si può utilizzare uno schema simile a quello di conto economico prendendo in considerazione, relativamente ad ogni anno di concessione, i costi d'investimento e quelli operativi diretti ed indiretti di progetto anche riguardanti la fase di gestione; per la differenza tra costi diretti ed indiretti fare riferimento al prospetto della Dott.ssa Martiniello pubblicato sopra per avere il calcolo del PSC grezzo.

Di seguito viene riportata la tabella utilizzata per un progetto realizzato tra l'anno zero e l'anno uno, mentre dall'anno due fino all'anno dieci c'è il periodo della gestione dell'opera.

	<u>Anno</u>	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<u>Elenco costi</u>												
Costi diretti												
<i>Diretti di investimento di cui:</i>												
Acquisizion e dell'area		3										
Progettazion e e costruzione		15	69,3 16									

Impianti e macchinari per disponibilità servizio			38,438									
<i>Diretti di manutenzione e di cui:</i>												
Manutenzione e riparazione degli edifici e dei macchinari				2,627	2,692	2,760	2,829	2,899	2,972	3,046	3,122	3,200
<i>Diretti di gestione di cui:</i>												
Salari e stipendi				3,940	4,038	4,139	4,243	4,349	4,458	4,569	4,683	4,8
Costi di gestione (elettricità, gas, ecc.)				1,891	1,938	1,987	2,037	2,087	2,140	2,193	2,248	2,304
Totale costi diretti (a)		18	107,753	8,458	8,669	8,886	9,108	9,336	9,569	9,808	10,053	10,305
Costi indiretti												
Amministrativi complessivi				0,525	0,538	0,552	0,566	0,580	0,594	0,609	0,624	0,640
Totale costi indiretti (b)				0,525	0,538	0,552	0,566	0,580	0,594	0,609	0,624	0,640
Totale costi diretti ed		18	107,753	8,983	9,207	9,438	9,674	9,915	10,163	10,417	10,678	10,945

indiretti (a + b)												
Fattore di sconto (s_t)			1,07 6	1,15 8	1,24 6	1,34 0	1,44 2	1,55 2	1,670	1,79 7	1,93 3	2,080
Flusso scontato dei costi = (a + b) / s_t		18	100,142	7,759	7,391	7,041	6,707	6,389	6,086	5,798	5,523	5,261

Valore attuale del PSC base (somma del flusso scontato dei costi) = 176,097

Fonte : AVCP, UTFP, 2009

I valori sono espressi in milioni di Euro, i flussi di cassa sono in termini nominali

Per l'analisi e quantificazione dei rischi trasferibili il modello di riferimento individua tre momenti rilevanti, corrispondenti al processo di *risk management*:

- 1) **Identificazione** delle diverse categorie di rischio (individuazione di tutti i rischi materiali associati ad un dato progetto d'investimento)
- 2) **Quantificazione** delle conseguenze finanziarie dei rischi (formulazione di scenari caratterizzati da livelli diversi di probabilità)
- 3) **Allocazione** dei rischi tra partner pubblici e privati

Sebbene l'Amministrazione in fase di analisi dei rischi, effettuata durante la redazione dello studio di fattibilità, sia libera di scegliere quanti e quali rischi siano trasferibili e valorizzarli, di seguito si fornisce una *short list* di alcuni dei principali rischi da trasferire al privato:

- Incremento dei costi di costruzione
- Ritardo nei tempi di ultimazione dei lavori
- Rischio di manutenzione
- Rischio di incremento dei costi operativi
- Rischio di performance

La quantificazione dei rischi riguardanti le 5 classi sopra citate si basa essenzialmente sulla stima soggettiva di probabilità di accadimento dell'evento rischioso e delle sue conseguenze.

Una seconda opzione riguarda il fatto che i valori possano derivare da pareri di esperti chiamati dall'Amministrazione per consulenze o da soggetti istituzionali che abbiano già fatto in passato opportune analisi statistiche. Tale opzione è preferibile, visto che l'esperienza inglese analizzata in precedenza ci ha insegnato che non è consigliabile ricorrere a dei parametri di probabilità soggettivi: possono essere utilizzate anche tecniche più complesse come il metodo Montecarlo.

Di seguito si allega la seconda tabella del documento dell'AVCP e dell'UTFP che fa riferimento al calcolo del valore dei rischi trasferibili con i costi relativi alla fase di costruzione e di realizzazione che si verificano al tempo zero ed uno, mentre dal periodo due al decimo vi sono costi di gestione e mantenimento.

	Anno	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Elenco costi e rischi												
Incremento costi di costruzione		554 4	1207 6									
Ritardo nei tempi di realizzazione		795 3	2037 9	1253 3								
Rischio di manutenzione				55	57	58	60	61	63	64	66	68
Rischio dei costi operativi				104	106	109	112	114	117	120	123	126
Rischio di				233	239	245	251	258	264	271	278	284

performanc e												
Totale valore dei rischi		134 97	3245 5	1292 5	402	412	423	433	444	455	467	478
Fattore di sconto (s_t)			1,07 6	1,15 8	1,24 6	1,34	1,44 2	1,55 2	1,6 70	1,79 7	1,93 3	2,080
Flusso scontato dei rischi = (Totale valore dei rischi / s_t)		134 97	3016 2	1116 4	323	308	293	279	266	253	241	230

Valore dei rischi trasferibili (somma del flusso scontato dei rischi) = 57017

Fonte: AVCP, UTFP, 2009

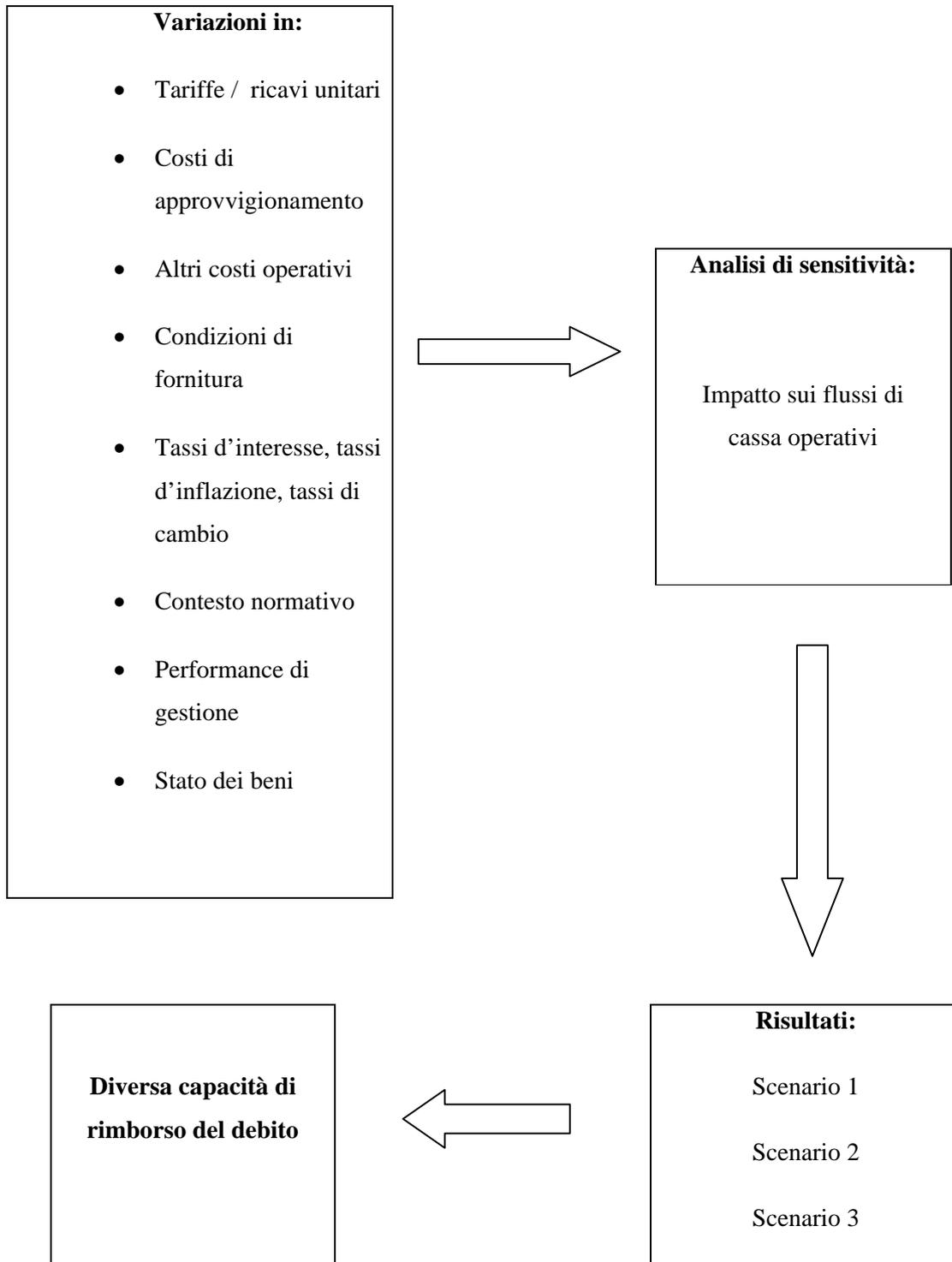
I valori sono espressi in migliaia di Euro ed i flussi sono nominali

La somma del Valore Attuale Netto dei costi (VAN_c) e del Valore Attuale Netto dei rischi (VAN_r) determina il PSC che è il vero costo di realizzazione dell'opera per l'amministrazione aggiudicatrice; confrontando tale valore con il VAN dei costi e rischi ottenibile dal soggetto privato e solo se il privato sarà capace di minimizzare i rischi trasferiti dal soggetto pubblico allora l'amministrazione conseguirà il Value for Money e l'opera sarà stata realizzata con efficienza, efficacia e risparmio di risorse pubbliche.

1.6.2 Analisi di sensitività

Dopo la predisposizione del modello economico-finanziario vi è la necessità di un'analisi di sensitività, tendente a stimare l'impatto su una definita grandezza al variare delle ipotesi sottostanti. Quello che deve risultare è la capacità del progetto, anche all'avverarsi di scenari diversi rispetto a quelli ipotizzati, di assicurare livelli di redditività e di sostenibilità finanziaria. Ricorrendo a detta analisi si fa riferimento alle variabili critiche del progetto, cioè quelle che, quando variano anche di poco, portano ad un notevole cambiamento nei risultati. Di seguito si espone graficamente il processo dell'analisi di sensitività, dove spesso si

costruisce uno scenario pessimistico ed uno ottimistico per misurare l'impatto finale della variazione accaduta sugli indicatori della convenienza economica (economicità e redditività) e della sostenibilità finanziaria (bancabilità) inerenti il progetto che si vuole realizzare.



Fonte: Elaborazione personale da Falini, 2008

1.6.3 Analisi dei rischi

In economia le situazioni di rischio sono casi in cui, contrariamente a quanto avviene per le situazioni di incertezza, è possibile assegnare probabilità oggettive ad un insieme di eventi possibili. Nella finanza aziendale il rischio è da considerarsi elevato se è in grado di modificare significativamente la capacità di generare reddito da parte del progetto, anche sotto il profilo temporale. Considerando i diversi momenti che caratterizzano un'operazione di project financing, solitamente, il rischio è massimo all'inizio della fase dello start-up cioè alla fine del periodo di progettazione e costruzione. Non appena si manifestano i primi ricavi provenienti dal progetto, solitamente tale fase coincide con quella della gestione dell'opera, il rischio complessivo diminuisce sempre più fino a scomparire dopo che sono stati ripagati tutti i debiti e gli investitori in capitale di rischio hanno ottenuto un margine soddisfacente di profitto.

Per una corretta strutturazione di un'operazione di project financing è necessario analizzare ed allocare tutti i rischi cui il progetto è esposto e definire un documento di sintesi che nella realtà è conosciuto come **Matrice dei rischi**.

Tramite tale documento è possibile apprezzare il contributo fornito da ogni soggetto coinvolto per la mitigazione del rischio anche in relazione alle tre fasi di sviluppo del progetto (pre-costruzione, costruzione e gestione; Fonte: Horvath e Pescarini, 2008)

Riferendosi ad un caso generale di Partenariato Pubblico Privato e prendendo spunto da un documento recente dell'UTFP, si rappresenta di seguito una matrice dei rischi. All'interno ci sono le macrotipologie di rischio più comuni, la loro spiegazione e la loro allocazione.

Rischi	Esplicazione	Pubblico	Privato	Misto
Costruzione	Rischio che la realizzazione dell'opera non avvenga nei tempi, nei costi e con le specifiche concordate		X	
Gestione	Rischio che i costi operativi del progetto differiscano da quelli previsti nel budget o che il livello di prestazione previsto non sia raggiunto o che il servizio non possa essere erogato		X	

Manutenzione	Rischio che i costi necessari a mantenere il bene in perfetto stato di funzionamento varino rispetto a quelli previsti da budget		X	
Disponibilità	Rischio che “la quantità del servizio” fornito dal progetto sia inferiore alla quantità prevista nel contratto		X	
Finanziamento	Rischio di mancato reperimento delle risorse finanziarie nei termini e nelle condizioni necessarie alla realizzazione e gestione dell’iniziativa in linea con le previsioni economiche e finanziarie iniziali		X	
Domanda	Rischio che la domanda relativa al progetto sia inferiore al livello previsto	X	X	X
Forza Maggiore	Rischio che un evento imprevedibile ed incontrollabile da parte di tutte le parti coinvolte nel progetto comporti un aumento dei costi o, nei casi peggiori, l’impossibilità di erogare il servizio o di acquistarlo			X

Fonte: UTFP, 2008

Di seguito vengono trattati tutti i rischi inerenti le diverse fasi del project, con le cause, le conseguenze e le forme di copertura: (Fonte: Horvath e Pescarini, 2008)

Nel **periodo di pre-costruzione** i rischi più comuni sono quelli di *ottenimento delle autorizzazioni necessarie e l’ottenimento dei terreni*.

Per la prima tipologia di rischio le cause sono da ricercarsi nell’inadempienza dell’autorità concedente, nell’inadempienza del concessionario e/o in ritardi per autorizzazioni, opposizioni e ricorsi. Le conseguenze sono ritardi, sopracosti di investimento fino all’eventualità di abbandono del progetto. Per fare fronte alle conseguenze di tale rischio

appena accennate si fa riferimento a mitigant come la fissazione di un indennizzo nel contratto di concessione o la limitazione dei ricorsi alle espropriazioni.

Nel **periodo di costruzione** spesso i *sovraccosti* sono causati da una stima errata dei costi, da *change orders*⁷, da un aumento del tasso di inflazione nonché da forti oscillazioni nel tasso di cambio. Le possibili conseguenze sono maggiori costi di investimento da sostenere, un aumento dell'indebitamento dello Special Purpose Vehicle ed una minore capacità dell'investimento di generare ricavi sufficienti alla copertura del debito contratto. Come strumenti di copertura si utilizzano contratti chiavi in mano a prezzo fisso (lump sum turn key, per la spiegazione vedere 1.4 Fonti di finanziamento e security package) tra l'aggiudicatario ed i sub concessionari, specifici impegni contrattuali vincolanti e penali. I *ritardi* nella costruzione possono derivare dalla complessità del progetto (caso di una nuova tecnologia applicata oppure un forte rischio geologico) o da inadempienza del costruttore o del fornitore di impianti necessari alla costruzione dell'opera al centro del project. Tali ritardi possono portare all'interruzione del progetto, ad un ritardo di completamento ed alla necessità di costi aggiuntivi per poter ultimare il lavoro. In tal caso risulta essere molto utile una buona esperienza pregressa del Contractor, una buona reputazione del fornitore e della tecnologia. Non è possibile affrontare tale rischio facendo affidamento solo alla reputazione degli attori coinvolti; di solito vengono firmati contratti di costruzione con contingencies, vengono fissate penali per un ammontare giornaliero pari agli importi dei maggiori oneri finanziari derivanti dalla ritardata apertura dell'iniziativa e si utilizzano gli strumenti del performance bond (vedi 1.4) e garanzie del fornitore di impianti.

Nel **periodo di gestione** si può incorrere nel rischio di *extracosti* causati da deficit gestionali ed eventi imprevedibili. La manifestazione di *extracosti* porta alla situazione in cui i ricavi risultano insufficienti per la copertura dei costi complessivi; la copertura di tale rischio è affidata ad un contratto di gestione a prezzi fissi. Per il *rischio di tecnologia/performance* causato dall'utilizzo di una tecnologia nuova, complessa o obsoleta, da difetti degli impianti e/o mancanze gestionali che possono causare l'impossibilità di generare la produzione ipotizzata, la generazione di ricavi insufficienti e, addirittura, la risoluzione del contratto le

⁷ "Ordine unilaterale scritto dal direttore e gestore di un progetto al subconcessionario (contractor) inerente il cambio dell'ammontare, dei requisiti o dell'orizzonte temporale del contratto. Tali cambiamenti, per essere legalmente implementati anche senza il consenso del contractor, debbono essere consoni allo scopo del contratto e debbono rispettare la disciplina dei cambiamenti delle clausole contrattuali".
(www.businessdictionary.com)

parti sono solite coprirsi ricorrendo alla garanzia del fornitore di impianti (2 anni), all'utilizzo di una tecnologia provata, alla già comprovata solidità finanziaria del fornitore di impianti, all'esperienza del gestore in materia ed a contratti O&M (Operation and Maintenance) con bonus o penalties legati alla performance. Riprendendo i concetti di contratti TOP e TAP visti nel paragrafo 1.4, menzionando anche l'analisi dettagliata del mercato potenziale condotta con l'ausilio di consulenti specializzati ed i covenants (meccanismi di protezione dei finanziatori nella documentazione finanziaria) si fa riferimento ai mitigant più utilizzati contro il *rischio commerciale* che fa sì che il progetto generi ricavi insufficienti per la copertura dei costi complessivi a causa di vendite insufficienti dei servizi/prodotti oppure prezzi bassi praticati o fallimento dell'acquirente del prodotto.

Altri rischi sono quelli di *approvvigionamento/fornitura*, il *rischio di cambio/interesse/inflazione* ed infine quello di *danneggiamento dei beni*. La prima tipologia è causata dalla variazione delle quantità/qualità delle materie prime, delle condizioni praticate dal fornitore o dall'aumento del prezzo delle materie prime. Le conseguenze sono il mancato rispetto dell'equilibrio economico del progetto ed il mancato rispetto degli impegni. In tale caso le parti concludono contratti con condizioni prestabilite in termini di quantità, prezzi e tempi (di tipo Put or Pay, vedere 1.4) o si accordano su pagamenti della differenza di costo d'ottenimento delle forniture alternative qualora si renda necessario ricorrere a fornitori alternativi. Per il secondo ordine di rischi sopra accennati la causa è, chiaramente, da rintracciare nell'oscillazione dei tassi di cambio, di interesse e d'inflazione che causano un aumento del servizio del debito, l'aumento dei costi o diminuzione dei ricavi in caso di movimenti dei tassi di cambio o dell'inflazione. Per le tecniche di copertura bisogna fare riferimento alla finanza derivata quali swaps, ed altri strumenti di hedging/indicizzazione dei componenti di calcolo di ricavi e costi (per contratti TOP o Put or Pay). L'ultima componente di rischio è coperta da assicurazioni apposite contro le probabili cause (incidenti, fuoco, guerra). Se non si concludessero tali contratti assicurativi i soggetti coinvolti dovrebbero accollarsi i costi per la ricostruzione o, se tali costi dovessero essere molto elevati, o abbandonare il progetto.

Prima di passare alla trattazione della panoramica normativa, bisogna integrare la lista facendo riferimento agli **altri rischi**.

Il *rischio ambientale* è causato dall'impatto dell'iniziativa in termini di emissioni e materie pericolose; le conseguenze sono sovraccosti, interruzione delle attività, sanzioni penali ed

amministrative. Per non incappare in tali inconvenienti è necessaria una verifica preliminare degli aspetti relativi all'impatto ambientale, ed il rispetto delle procedure e della normativa nazionale e comunitaria. I *rischi politici*, in quanto atti di Stati o enti pubblici che possono portare alla perdita del progetto, all'impossibilità di trasferire soldi ed a sovracosti fiscali, sono coperti con assicurazione dalle agenzie di credito alle esportazioni, con garanzie dall'intervento delle autorità governative del paese o delle Istituzioni sovranazionali (Banca Mondiale, FMI, BEI). Da ultimo i *rischi di forza maggiore*, cioè eventi climatici, eruzioni, guerre, scioperi, rischio sistemico che possono portare alla distruzione o danneggiamento del progetto, interruzione dell'attività, produzione diminuita, vengono solitamente coperti da assicurazione o indennizzo corrisposto dal concedente. Tutti gli impegni contrattuali e le garanzie prendono il nome di security package (cfr. 1.4), che ha l'obiettivo principale di garantire alle banche finanziatrici il recupero dei crediti concessi allo Spv.

1.7 La panoramica normativa

Il project financing è stato introdotto nell'ordinamento italiano con la cosiddetta Merloni-ter (l. n. 415/1998) che ha introdotto nella legge Merloni (l. n.109/1994) gli articoli da 37 bis a 37 nonies. L'obiettivo era quello di mettere in atto un sistema alternativo per l'affidamento della realizzazione di opere pubbliche rispetto ai sistemi tradizionali; il modello adottato era quello del BOT (citato sopra).

Il passaggio della disciplina della finanza di progetto dalla legge Merloni-ter al Codice dei contratti pubblici non ha portato a grandissime modificazioni, se non in riferimento al fatto che si possono applicare le disposizioni in materia di p.f. anche ai servizi e le modalità devono essere stabilite nel regolamento.

Nel tempo sono occorse diverse modifiche e la prima è avvenuta con la **legge n.66/2002** (primo decreto correttivo) con l'obiettivo di rendere maggiormente flessibile l'iniziativa, per favorirne la diffusione. In tal senso è stato introdotto il *diritto di prelazione*, cioè “ la possibilità per il promotore di adeguare la propria offerta a quella risultata più conveniente dall'Amministrazione all'esito dell'intero e complesso procedimento di articolazione del project financing” (Gentile, 2009). Tale diritto è stato oggetto di rilievi da parte della Commissione Europea, che ha mosso delle critiche contro tale strumento e contro la normativa italiana poiché minerebbe la *par condicio* dei concorrenti; tali pareri negativi hanno

portato all'apertura della procedura d'infrazione contro lo Stato italiano (di cui alla causa C-412/04).

All'epoca un'operazione di finanza di progetto poteva essere avviata solo per iniziativa del privato, ma a monte ci doveva essere la redazione da parte della Pubblica Amministrazione di un piano triennale; all'interno di tale programmazione dovevano essere inserite quelle opere pubbliche o di pubblica utilità ritenute necessarie per la collettività. Il 1° Agosto 2002 è stata emanata la Legge n.66/2002, pubblicata due giorni dopo sulla Gazzetta Ufficiale, ed ha apportato delle modifiche alla precedente L. n.415/1998 ed in particolare (visto il tema trattato) all'art. 37- bis e seguenti

Proprio a queste due leggi si dovrà fare riferimento nel corso dell'elaborato per l'esposizione del caso aziendale trattato nel secondo capitolo. Riprendendo il comma 1 dell'Art. 37- bis novellato nel 2002, "i promotori possono presentare proposte entro il 30 giugno di ogni anno oppure, nel caso in cui entro tale scadenza non siano state presentate proposte per il medesimo intervento, entro il 31 dicembre dello stesso anno. Tali proposte debbono contenere uno studio di inquadramento territoriale ed ambientale, uno studio di fattibilità, un progetto preliminare, una bozza di convenzione, un piano economico finanziario asseverato da un istituto di credito o da una società di revisione ai sensi dell'articolo 1 della legge 23 novembre 1939, n. 1966, una specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione nonché l'indicazione degli elementi di cui all'articolo 21, comma 2 lettera b), e delle garanzie offerte dal promotore all'amministrazione aggiudicatrice; il regolamento detta indicazioni per chiarire ed agevolare le attività di asseverazione". Nella legge viene inoltre disposto che " i soggetti pubblici e privati possono presentare alle amministrazioni aggiudicatrici, nell'ambito della fase di programmazione di cui all'articolo 14 della presente legge, proposte d'intervento relative alla realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità e studi di fattibilità. Tale presentazione non determina, in capo alle amministrazioni, alcun obbligo di esame e valutazione. Le amministrazioni possono adottare, nell'ambito dei propri programmi, le proposte di intervento e gli studi ritenuti di pubblico interesse; l'adozione non determina alcun diritto del proponente al compenso per le prestazioni compiute o alla realizzazione degli interventi proposti"; nell'ultima disposizione di legge si introduce la figura del *proponente* accanto a quella del promotore ed in tale aspetto può essere rintracciato il precedente al caso di opere fuori programmazione presente nella vigente normativa e di cui si parlerà nel paragrafo 1.7.4. I promotori (coloro che potevano presentare le proposte) erano contraddistinti

dal fatto di possedere “idonei requisiti tecnici, organizzativi, finanziari e gestionali espressamente specificati dal regolamento ed i soggetti di cui agli articoli 10 e 17, comma 1, lettera *f*), eventualmente associati o consorziati con enti finanziatori e con gestori di servizi” (Mascolini, 1998). Il comma 2-bis stabiliva le forme di pubblicità delle proposte dei promotori, infatti “entro venti giorni dalla avvenuta redazione dei programmi di cui al comma 1, le amministrazioni aggiudicatrici rendono pubblica la presenza negli stessi programmi di interventi realizzabili con capitali privati, in quanto suscettibili di gestione economica”. La pubblicità avveniva mediante avviso indicativo da pubblicarsi con differenti modalità:

- tramite tutte quelle indicate all’art. 80 del regolamento generale di cui al decreto del Presidente della Repubblica 21 dicembre 1999, n.554 cioè gazzetta ufficiale della Unione europea, gazzetta ufficiale della Repubblica italiana, almeno due quotidiani a diffusione nazionale e almeno due quotidiani a diffusione regionale;
- l’affissione presso la sede dell’amministrazione per almeno sessanta giorni consecutivi;
- pubblicazione dell’avviso sul sito informatico individuato con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri ai sensi dell’art. 24, L. 24 novembre 2000, n. 340, quando tale sito sarà istituito;
- se istituito, sul sito informatico dell’amministrazione aggiudicatrice;
- infine, l’avviso è trasmesso all’Osservatorio dei lavori pubblici, che a sua volta ne dà pubblicità.

Tali modalità costituivano per legge veri e propri “obblighi di comunicazione” fermi i quali le amministrazioni avevano facoltà di pubblicare lo stesso avviso facendo ricorso a differenti modalità, purché nel rispetto dei principi di cui all’Art.1, comma 1, della Legge Merloni, ossia tempestività, trasparenza e correttezza nel rispetto del diritto comunitario e della libera concorrenza tra gli operatori (www.giustizia-amministrativa.it).

Ai sensi del comma 2-ter dell’art.37-bis venivano estesi al procedimento, che prendeva avvio con la proposta del promotore, i principi di cui alla legge n.241/1990; in questi si stabiliva che entro quindici giorni dalla ricezione della proposta le Amministrazioni aggiudicatrici dovessero provvedere alla nomina ed alla comunicazione al promotore del nominativo del responsabile del procedimento, nonché della preliminare istruttoria mediante verifica della completezza dei documenti presentati e l’eventuale dettagliata richiesta di integrazione. Per la

valutazione della proposta del promotore, visto che il termine per la presentazione di esse non era più perentorio (il 30 giugno) ma poteva essere eventualmente anche il 31 dicembre; con la sopracitata legge, inoltre, si introduceva il termine dei quattro mesi dal momento di ricezione della proposta. Tale termine era altresì prorogabile, se necessario, previo accordo scritto tra il responsabile del procedimento ed il promotore.

Nell'art.37-quater (novellato dalla legge 66/2002), si stabiliva una norma di favore per il promotore (che ha causato la reazione contraria da parte della Commissione Europea, di cui al paragrafo 1.7), e cioè che in fase di procedura negoziata, in cui si comparavano la proposta del promotore e quella di altri concorrenti, il promotore poteva adeguare la propria proposta a quella di un terzo che l'amministrazione aveva giudicato più conveniente. Una volta che, rispetto alla Merloni-ter, erano stati spostati in avanti i termini per la presentazione della proposta e quelli per la pronuncia sulla stessa, con la nuova (per l'epoca) legge si spostarono in avanti anche i termini per l'amministrazione aggiudicatrice per l'indizione di una gara che anticipasse la procedura negoziata per l'affidamento della concessione al promotore o ad altro concorrente. Infatti, ai sensi del novellato articolo 37-quater comma 1, il termine fu fissato in tre mesi decorrenti dalla pronuncia sulla proposta.

Per quanto riguarda il rimborso spese dovuto dal promotore aggiudicatario agli altri partecipanti alla procedura negoziata, ai sensi dell'Articolo 37-quater tale rimborso era dovuto solo se la gara era stata esperita mediante appalto concorso⁸ e nella successiva procedura negoziata il promotore fosse risultato aggiudicatario. Con la novella era stato altresì deciso che era dovuto solo il rimborso delle spese effettivamente sostenute e documentate dagli altri due offerenti, e non in base alla bontà delle offerte nel limite massimo dell'importo di cui all'art. 37-bis comma 1, ultimo periodo (precedentemente si assegnava il 60% del rimborso al migliore dei due offerenti ed il restante 40% al secondo).

Il secondo decreto correttivo del Codice dei Contratti Pubblici (**D. Lgs. n.113/2007**) ha soppresso il diritto di prelazione in favore del promotore, introdotto dal primo decreto correttivo del 2002, ed il fine ultimo di tale secondo decreto era quello di rendere appetibile lo strumento del project anche per quelle opere cd. "fredde".

⁸ Tipologia adottata per l'esecuzione di lavori e forniture con determinate caratteristiche tecniche e per le quali l'Amministrazione pubblica ritiene opportuno invitare diverse ditte per far loro presentare offerte non solo in base alla convenienza economica ma anche in base alla perfezione tecnica del progetto

Prima di arrivare a trattare del terzo decreto correttivo, del 2008, c'è da fare riferimento alla procedura d'infrazione n.2309/2007 iniziata dalla Commissione Europea nei confronti dello Stato Italiano; pur prendendo atto della soppressione del diritto di prelazione (che risulterà essere solo uno dei tanti punti di incompatibilità con il diritto dell'UE), in sede comunitaria sono state mosse critiche riguardo all'assenza di pubblicità a livello comunitario degli avvisi diretti a scegliere il promotore, al fatto che il promotore (che partecipa di diritto alla procedura negoziata) mantenga una posizione di vantaggio, ed all'incompatibilità delle norme del Codice che rinviano al PF.

Partendo dalle critiche mosse dalla Commissione Europea, passando per quelle della Corte dei Conti e del Consiglio di Stato, si è arrivati al terzo (ed ultimo, per ora) Decreto correttivo (noto come **D. Lgs. n.152/2008**) con la novità del ripristino dell'istituto della prelazione nell'ambito di talune ipotesi (la Corte di Giustizia Europea con la sentenza del 21 Febbraio 2008 non afferma l'esistenza di profili anticomunitari nel diritto di prelazione, che era stato soppresso dal decreto legislativo n. 113 del 31 Luglio 2007). Altre novità riguardano la riduzione degli articoli che prima componevano il meccanismo principale della finanza di progetto (nove), che sono passati a sette (prima dal 152 al 160, ora non esistono più gli articoli 154 e 155), anche se il core della disciplina era racchiuso negli articoli dal 153 al 155. Ora l'articolo fulcro è diventato il 153 ("Finanza di Progetto") con 21 commi che tratta di tutti gli aspetti dell'operazione, dei soggetti che possono partecipare, dei documenti che debbono, imprescindibilmente, essere messi a base di gara. Rispetto alla situazione ante D. Lgs. n.158/2008, l'unica via di attivazione della finanza di progetto precedentemente prevista (di natura privata) è stata affiancata da due possibili iniziative pubbliche (procedura "monofasica" e procedura "bifasica"). Nel caso di iniziativa pubblica la procedura si avvia senza alcuna necessità di un'azione del privato, anche se permane, comunque, la possibilità per il privato di presentare proposte nell'ambito della fase di programmazione (Art. 153, commi 19 e 20).

Un'altra motivazione che ha portato al terzo decreto correttivo è stata l'esigenza di semplificazione dell'operazione che, alla luce di quanto appena accennato sulle diverse procedure, non sembra essere stata soddisfatta, portando le Amministrazioni a non considerare la finanza di progetto in tutto il suo potenziale visti i "lacci e laccioli" di tipo giuridico che attualmente la avvolgono.

Relativamente al rapporto contrattuale che si instaura tra le Amministrazioni aggiudicatrici ed il soggetto aggiudicatario, è possibile che le prime, a titolo di prezzo, possano corrispondere al privato concessionario in proprietà o in diritto di godimento beni immobili che siano nella disponibilità (prima dell'aggiudicazione della concessione) dell'amministrazione o espropriati allo scopo dell'utilizzazione e che presenti i requisiti di strumentalità o connessione con l'opera da affidare in concessione, oppure beni immobili che non rientrano più nella funzione di soddisfare un interesse pubblico. Il fatto che l'utilizzo dei beni immobili debba essere strumentale o connesso all'opera da affidare in concessione sta ad indicare che tale utilizzo deve essere finalizzato ad agevolare la gestione dell'opera da realizzarsi da parte del concessionario. Per la normativa (già dal primo decreto correttivo del 2002) è possibile corrispondere l'accordato prezzo della concessione anche nel corso dell'esecuzione dei lavori. Come presupposto indefettibile all'avvio di una procedura di project è indicato al comma 1 dell'articolo 153 del Codice l'inserimento del lavoro (pubblico o di pubblica utilità) da realizzarsi nella programmazione triennale e nell'elenco annuale di cui all'art.128⁹ o negli strumenti di programmazione che sono stati approvati formalmente dall'Amministrazione in base alla normativa vigente. La ratio di tale norma è evitare che si avvii un procedimento di realizzazione delle opere per le quali l'Amministrazione non abbia già, autonomamente e preventivamente, fatto una valutazione di necessità. Mentre tale ratio era giustificata nel caso della normativa precedente, quando a dare avvio alla procedura era solo un'iniziativa dei soggetti privati, ora si pone qualche perplessità soprattutto confrontando il comma 1 dell'Art.153 con quanto disposto all'Articolo 128 comma 5 e sembrerebbe più opportuna l'applicazione della seconda disposizione di legge in base alla quale " i lavori non compresi nell'elenco annuale o non ricadenti nelle ipotesi di interventi imposti da eventi imprevedibili o calamitosi, nonché modifiche dipendenti da sopravvenute disposizioni de legge o regolamentari ovvero gli altri atti amministrativi adottati a livello statale o regionale non possono ricevere alcuna forma di finanziamento da parte di Amministrazioni pubbliche" (Art.128, comma5).

⁹ "L'inclusione di un lavoro nell'elenco annuale è subordinato, per lavori con importo inferiore ad 1 milione di euro, alla previa approvazione di uno studio di fattibilità, e per lavori con importo superiore ad un milione di euro alla previa approvazione della progettazione preliminare, redatta ai sensi dell'art.93, salvo che per i lavori di manutenzione, per i quali è sufficiente l'indicazione degli interventi accompagnata dalla sommaria stima dei costi, nonché ai lavori di cui all'art.153 per i quali è sufficiente lo studio di fattibilità" (Art.128, comma 6)

1.7.1. La procedura “monofasica” (Gara unica)

La procedura “monofasica”, come abbiamo visto sopra, è una delle due tipologie della finanza di progetto che stanno all’interno della categoria dell’iniziativa pubblica. La novità di maggior rilevanza contenuta nella disciplina del project è stata aver previsto l’iniziativa pubblica, poiché precedentemente una tale procedura era attivabile solo tramite impulso del soggetto privato, ancorché stimolato dalla pubblicazione di un avviso da parte dell’Amministrazione. Con tale novità è evidente che si avvicini l’istituto ad una concessione di costruzione e gestione di tipo tradizionale, soprattutto nella procedura “monofasica”; tale ipotesi viene confermata dai dettami dell’Art.153 comma 1 per cui tale procedura rappresenta una “alternativa all’affidamento mediante concessione ai sensi dell’art. 143”. La norma precisa che a base di gara deve essere posto (*condicio sine qua non*) uno **studio di fattibilità (sdf)**, uno degli elementi che distinguono la procedura monofasica rispetto all’affidamento di una classica concessione. Per trovare riferimento allo sdf nel Codice dei Contratti pubblici si deve tenere da conto l’art. 128, comma 2, ai sensi del quale con riferimento a ciascun intervento nello sdf sono indicate “le caratteristiche funzionali, tecniche, gestionali ed economico-finanziarie degli stessi, ed è contenuta l’analisi dello stato di fatto di ogni intervento nelle sue eventuali componenti storico-artistiche, architettoniche, paesaggistiche, e nelle sue componenti di sostenibilità ambientale, socio-economiche, amministrative e tecniche”. Per la giurisprudenza lo studio di fattibilità è un documento che riporta, a grandi linee, il quadro tecnico-economico ed i profili amministrativi e contabili dell’opera pubblica, con l’obiettivo di definire le condizioni della gara rispetto a tutti i partecipanti, di determinare il costo ed individuare le responsabilità tecniche, economiche, amministrative e contabili. Guardando alle indicazioni dell’Autorità di Vigilanza, che ha fornito, tra l’altro le linee guida per la redazione dello sdf (determinazione n.1/2009), lo strumento deve contenere:

- l’importo previsto dall’intervento
- il valore complessivo dell’investimento
- le categorie generali e specializzate dei lavori
- le principali categorie di rischio per la realizzazione e gestione del progetto
- la fattibilità amministrativa, tecnica, economica e finanziaria del progetto
- l’effettiva convenienza a coinvolgere capitali rispetto allo svolgimento di una tradizionale procedura di appalto.

Riguardo all'ultima classe si può fare riferimento al PPP test ed alla metodologia del Public Sector Comparator (PSC) al fine di determinare il Value for Money, di cui si è già trattato sopra. Non si è ancora parlato del PPP test che mira a rilevare la presenza di alcune condizioni necessarie all'utilizzo di schemi di PPP, in particolare (PAS Dolomiti, 2007):

- un quadro normativo e regolatorio compatibile
- l'esistenza di rischi trasferibili al soggetto privato
- la capacità organizzativa e la presenza di know-how da parte dell'Amministrazione concedente per l'intrapresa di un'operazione di PPP
- la possibilità di praticare meccanismi di pagamento riconducibili a precisi livelli quantitativi di performance del servizio
- l'eventuale tariffabilità dei servizi da erogare e la verifica del consenso della collettività a pagare tali servizi

Per l'Autorità la scelta del modello di partenariato va condotta attraverso una puntuale analisi del quadro normativo di riferimento, dei rischi eventuali che possono essere trasferiti contrattualmente al privato, della capacità organizzativa dell'Amministrazione in grado di sostenere un'operazione di partnership, della possibilità di praticare un sistema di pagamenti da legare a prefissati livelli quantitativi e qualitativi in sede di gestione ed, infine, della tariffabilità dei servizi da erogare. Qualora non siano già parte dello studio di fattibilità, l'Autorità ritiene che ad esso vadano allegati **per gli interventi puntuali:**

- gli stralci dello strumento di pianificazione paesaggistico-territoriale e del piano urbanistico
- le planimetrie delle aree interessate dall'intervento
- tutte le informazioni in possesso dell'Amministrazione concedente, inerente i vincoli e le caratteristiche archeologiche, geologiche, geotecniche, idrologiche, idrauliche, e sismiche delle aree interessate dall'intervento.

Per quel che riguarda gli interventi a rete:

- la corografia generale
- gli stralci dello strumento di pianificazione paesaggistico-territoriale e del piano urbanistico
- tutte le informazioni, in possesso dell'Amministrazione concedente, che sono inerenti ai vincoli e le caratteristiche archeologiche, geologiche, geotecniche, idrologiche, idrauliche e sismiche delle aree interessate dall'intervento.

La procedura di p.f. di tipo monofasica non può essere avviata se non vi è la pubblicazione di un bando di gara (di cui all'art.66 ed art.122 del Codice dei contratti pubblici per le modalità

previste e per l'importo dei lavori). Per i lavori che vengono svolti con importi sotto la soglia comunitaria, troveranno applicazione le norme che prevedono gli obblighi di pubblicità e di comunicazione in ambito sopranazionale. L'importo dei lavori indicato nel bando potrà essere dedotto dallo studio di fattibilità, anche se tale importo non potrà che avere natura indicativa e sarà suscettibile di adeguamenti e modifiche in sede di sviluppo del progetto. Tale deficit potrebbe portare al pericolo di sottrarre talune procedure alle pertinenti forme di pubblicità sopranazionale, nello specifico nel caso in cui si presenti uno studio di fattibilità con importo minore rispetto alla soglia comunitaria ma poi assuma un valore maggiore di detta soglia. Ai sensi dell'Art. 144 comma 3 il bando di gara dovrà contenere elementi analoghi a quelli dell'affidamento di una concessione, ed in aggiunta a tali componenti ordinarie deve essere prevista la possibilità per l'Amministrazione aggiudicatrice di richiedere al promotore prescelto di apportare al progetto preliminare le modifiche eventualmente intervenute in fase di approvazione del progetto; sempre nel bando dovrà essere specificato che, qualora il promotore non accetti di apportare le necessarie modifiche al progetto preliminare, è rimessa in capo all'Amministrazione la facoltà di chiedere progressivamente ai concorrenti successivi in graduatoria la disponibilità ad accettare le modifiche, alle stesse condizioni proposte e rifiutate dal promotore stesso. Per la valutazione delle offerte presentate le amministrazioni debbono utilizzare il **criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa** di cui all'art. 83 del Codice dei Contratti Pubblici. Nel caso delle concessioni l'esame delle proposte si estende (anche se la norma non chiarisce se tale estensione sia obbligatoria o facoltativa) "agli aspetti relativi alla qualità del progetto, presentato preliminarmente, al valore economico e finanziario del piano ed al contenuto della bozza di convenzione" col rischio di attribuire alla commissione giudicatrice una discrezionalità eccessiva e priva di un'effettiva giustificazione. Il giudizio sulla qualità del progetto è riferito alle finalità e non al progetto stesso, assumendo una veste formale col rischio di eccessiva discrezionalità. Ai sensi dell'Art. 153 comma 6 è prescritto che i criteri selettivi prescelti debbano essere indicati secondo un ordine di importanza e successivamente si procede alla valutazione comparativa tra le diverse proposte. Nella concessione tradizionale è previsto che l'Ente indichi la ponderazione relativa attribuita a ciascun elemento di valutazione; se non è possibile, **per ragioni dimostrabili**, svolgere tale azione di ponderazione le amministrazioni possono indicare nel bando l'ordine decrescente di importanza attribuito a ciascun elemento di valutazione. Nell'ambito normativo riguardante il bando di gara e nella normativa sul project in generale una maggiore discrezionalità

dell'amministrazione non porta ad altro che ad una minore trasparenza di tutte le condizioni del bando, a discapito di tutti gli altri soggetti interessati all'iniziativa.

Il **disciplinare di gara** deve essere, invece, richiamato espressamente nel bando e tale documento deve indicare l'ubicazione, la descrizione dell'intervento da realizzare, la destinazione urbanistica, la consistenza, le tipologie del servizio di gestione. La ratio della norma (art. 153 comma 7) è superare l'inevitabile lacunosità dello studio di fattibilità per fornire ai potenziali soggetti interessati altri elementi per l'inquadramento dell'oggetto dell'affidamento. Tale previsione è stata fatta per permettere che le proposte vengano presentate tutte secondo presupposti omogenei.

Come documenti essenziali da porre a base di gara non figura il **Piano Economico Finanziario (PEF)** che dovrà essere presentato da ogni singolo offerente in un documento insieme al progetto preliminare. Intorno a tale lacuna ci si pone il problema di come possa fare un'Amministrazione a ritenere che attraverso la gestione dell'opera sia possibile ottenere una remunerazione del capitale iniziale da investire, col rischio che l'ente possa avviare una procedura sbagliata o addirittura non avviare nessuna procedura per accertare la sostenibilità economico-finanziaria, rimettendo al mercato ogni valutazione in proposito; tale valutazione può costituire un fattore disincentivante per le imprese stesse, perché saranno meno interessate ad impiegare risorse, per il PEF, con l'obiettivo di verificare la fattibilità di un'operazione che è stata ideata dalla Pubblica Amministrazione ed è avvolta dall'incertezza; l'assenza del PEF come documento a base di gara è un'altra differenza tra una concessione di costruzione e gestione classica e la procedura monobasica di project.

Ai sensi dell'Art.153 comma 8 sono ammessi a partecipare alla gara solo quei soggetti in possesso dei requisiti previsti dal regolamento per il concessionario, eventualmente anche tramite la creazione di associazioni o consorzi con altri soggetti. Tale previsione dei requisiti è stata introdotta solo dal terzo decreto correttivo e, quindi, oggi nelle iniziative pubbliche per poter partecipare il concorrente deve dimostrare di possedere i requisiti stabiliti per il concessionario. Nel caso di procedure ad iniziativa privata porre dei requisiti potrebbe significare restringere il campo agli interessati a promuovere il procedimento.

I requisiti sono stabiliti dall'art.98 e sono:

- **fatturato medio** relativo alle attività svolte negli ultimi 5 anni antecedenti la pubblicazione del bando non inferiore all'investimento previsto per l'intervento
- **capitale sociale** non inferiore al 5% dell'investimento previsto per l'intervento

- **svolgimento** negli ultimi cinque anni **di servizi affini** a quello previsto nell'intervento e con un intervento per un importo medio non inferiore al 5% dell'investimento previsto

- **svolgimento** negli ultimi cinque anni **di almeno un servizio affine** a quello previsto dall'intervento per un importo medio pari ad almeno il 2% dell'investimento previsto.

Al fine di non precludere l'accesso a chi non abbia mai svolto un'attività di gestione di servizi affini il legislatore ha previsto la sostituibilità del requisito relativo alla capacità tecnico-gestionale con adeguati indici di solidità patrimoniale per garantire adeguatamente

l'Amministrazione sotto il profilo patrimoniale. Il concetto di **affinità** è da riferire esclusivamente alla natura del servizio cui l'opera da realizzare risulta strumentale.

L'investimento è da intendere come il costo necessario per la completa realizzazione dell'investimento; costo non indicato nel PEF(che non va redatto da parte

dell'amministrazione). Non è esclusa la possibilità di costituire delle ATI dove, ai sensi dell'art. 95 DPR 554/1998 , i requisiti debbono essere posseduti dalla capogruppo o dall'impresa mandataria in misura maggioritaria.

Per **l'offerta** che deve essere presentata alle amministrazioni, ai sensi dell'art.153 comma 9 si ha che "le offerte debbono contenere *un progetto preliminare, una bozza di convenzione, un piano economico-finanziario* asseverato da una banca nonché *la specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione*". Rispetto alla disciplina previgente le offerte non debbono più contenere lo studio di inquadramento territoriale ed ambientale (che, probabilmente, sarà già racchiuso nello studio di fattibilità), ed ora l'amministrazione deve individuare i criteri sulla base dei quali selezionare le offerte; inoltre non vi è più la necessità di specificare le garanzie che l'aspirante concessionario è disposto a prestare poiché ai sensi dell'art.153, comma 13 seconda parte sono già definite tali garanzie.

Il **progetto preliminare** , in conformità a quanto previsto all'art.18 del DPR n.554/1999, stabilisce i profili e le caratteristiche più significative dei successivi livelli di progettazione ed è composto dai seguenti documenti:

- relazione illustrativa
- relazione tecnica
- studio di prefattibilità ambientale
- indagini geologiche, idrogeologiche ed archeologiche preliminari
- planimetria generale e schemi grafici
- prime indicazioni e disposizioni per la stesura dei piani di sicurezza

- calcolo sommario della spesa

Riguardo alla **bozza di convenzione** non vi è alcun richiamo nell'articolo 153 del Codice dei contratti pubblici però, facendo riferimento all'art.86 del DPR n.554/1999 vi è l'indicazione del contenuto minimo da recare per il contratto a base della gara. La bozza di convenzione deve specificare (Gentile 2009) :

- le condizioni relative all'elaborazione dei successivi stadi progettuali e le modalità di approvazione degli stessi da parte dell'amministrazione
- l'indicazione delle caratteristiche funzionali, impiantistiche, tecniche ed architettoniche dell'opera e lo standard dei servizi richiesti
- un riferimento ai poteri riservati all'Amministrazione aggiudicatrice
- la specificazione della quota annuale di ammortamento degli investimenti
- il limite minimo dei lavori che si vogliono appaltare a terzi
- le procedure di collaudo
- le modalità ed i termini per la manutenzione e gestione dell'opera realizzata
- le penali per inadempienza del concessionario
- le modalità di corresponsione dell'eventuale prezzo a carico della stazione appaltante
- i criteri per la determinazione e l'adeguamento della tariffa a favore del concessionario e corrisposta dall'utenza per i servizi prestati
- l'obbligo per il concessionario di acquisire tutte le approvazioni necessarie
- le modalità ed i termini di adempimento da parte del concessionario di eventuali oneri di concessione
- le garanzie assicurative richieste per l'attività di progettazione, costruzione e gestione
- le modalità, i termini e gli eventuali oneri relativi alla consegna del lavoro all'Amministrazione aggiudicatrice al termine della concessione
- ed infine il termine di durata della concessione, congruente con le indicazioni contenute nel piano economico-finanziario

A tal riguardo c'è da ricordare che il bando di gara deve specificare la **durata massima della concessione**. Solitamente la durata di tale concessione non supera mai i 30 anni (Art.143, D. Lgs. n.163/2006) anche se la stazione appaltante, al fine di predisporre tutte quelle condizioni che favoriscano il perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario degli investimenti del promotore, può fissare una durata anche superiore ai 30 anni. Il vero problema di tale questione sta nel fatto che rimane difficile capire come possa fare la P.A. a stabilire una

durata massima della concessione quando i dati che fanno maturare questa decisione sono contenuti nel Piano Economico Finanziario (PEF); questo non deve essere redatto dall'Amministrazione stessa, ma viene presentato da ogni singolo offerente, e non viene posto a base di gara. Altro aspetto da sottolineare è il fatto che l'Amministrazione aggiudicatrice ha il compito di predisporre tutte quelle condizioni che permettano di poter raggiungere l'equilibrio economico del progetto ma non debbono agire per il mero raggiungimento di tale obiettivo, vista la natura pubblica dell'istituzione che non può comportarsi come se fosse un soggetto privato.

Il **Piano Economico Finanziario**, asseverato da una banca, è lo strumento grazie al quale l'aspirante concessionario descrive le condizioni finanziarie che esso stesso considera necessarie per raggiungere l'equilibrio economico dell'iniziativa e l'assolvimento della prestazione. Con tale piano il concorrente deve esporre la previsione dei costi dell'intervento e dei ricavi che presumibilmente potrà conseguire nella fase di gestione dell'opera. Si è inoltre ritenuto che il PEF debba essere sottoposto ad una valutazione della sostenibilità da parte del committente e, nel caso di giudizio di incongruità, la proposta non può essere ritenuta idonea allo scopo. L'asseverazione bancaria non si sostituisce alla valutazione amministrativa ma ne costituisce il punto di partenza. In un documento comparso su Edilizia e Territorio del Sole 24 Ore redatto dall'UTFP si esorta un maggiore coinvolgimento delle banche sin dalle prime fasi dell'operazione, cioè come consiglieri prima dell'erogazione del finanziamento affinché anche la stessa asseverazione del PEF non sia una prassi semi automatica ma il momento di chiusura di una fase importante di collaborazione tra banche e privati offerenti. Col terzo decreto correttivo (D. Lgs. n.152/2008) è stato limitato il diritto di asseverare il piano ai soli istituti bancari.

Il PEF deve inoltre indicare l'importo delle spese sostenute per la predisposizione delle offerte comprensivo anche dei diritti sulle opere dell'ingegno di cui all'art.2578 Codice Civile¹⁰ L'indicazione dei corrispettivi legati alle opere dell'ingegno assume valore nell'ipotesi in cui il promotore non risulti aggiudicatario della concessione. Tale importo non può superare il 2,5% del valore dell'investimento e, differentemente dal passato, il calcolo

¹⁰ "All'autore di progetti di lavori di ingegneria o di altri lavori analoghi che costituiscono soluzioni originali di problemi tecnici, compete, oltre il diritto esclusivo di riproduzione dei piani e disegni dei progetti medesimi, il diritto di ottenere un equo compenso da coloro che eseguono il progetto tecnico a scopo di lucro senza il suo consenso"

del 2,5% va desunto dallo studio di fattibilità e non più dal PEF, che è predisposto dall'offerente.

L'ultima parte del contenuto dell'offerta è la **specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione** per cui l'aspirante concessionario dovrà descrivere dettagliatamente le modalità attraverso le quali intenda organizzare la fase di gestione dell'opera e del correlato servizio di interesse pubblico, dando importanza più agli aspetti tecnico-organizzativi che a quelli economici.

Al riguardo della procedura della gara il primo passo da compiere da parte dell'Amministrazione aggiudicatrice è quello di esaminare le offerte pervenute nei termini; sorge a tal riguardo un dubbio sul potere effettivo delle commissioni giudicatrici di attribuire pesi ulteriori rispetto a quelli già indicati in sede di bando di gara. L'Autorità di Vigilanza si è espressa al riguardo affermando che la commissione giudicatrice può attribuire un peso relativo maggiore ai sub elementi di un criterio di aggiudicazione stabilito precedentemente purché una tale decisione:

1. non modifichi i criteri di aggiudicazione
2. non contenga elementi che, se fossero stati noti al momento della preparazione delle offerte, avrebbero potuto influenzare l'offerta stessa
3. non sia stata adottata (una tale decisione) per discriminare uno o qualcuno dei concorrenti.

Dopo l'esame delle offerte pervenute nei termini vi è la redazione di una graduatoria e nominato promotore colui che ha presentato l'offerta migliore. Nel caso in cui nessuna offerta dovesse risultare conveniente o idonea in relazione all'oggetto del contratto le stazioni appaltanti possono decidere di non fare alcuna concessione(art. 81,comma 3). Considerando la disciplina vigente non è chiaro se vi sia l'obbligo di nominare il promotore anche qualora vi sia la presentazione di una sola offerta.

Ex art.97 del Codice ed in riferimento al progetto presentato dal promotore

l'Amministrazione è tenuta ad avviare la procedura di approvazione che viene effettuata in conformità alle norme dettate dalla legge n.241/1990, anche se in tale disposizione di legge non è stabilito se il promotore possa o meno partecipare alla procedura di approvazione del progetto. In tale fase è onere del promotore procedere alle modifiche necessarie per l'approvazione del progetto nonché a tutti gli adempimenti di legge, anche ai fini della valutazione dell'impatto ambientale. Nel caso di necessità il promotore deve, a propria cura

ed a proprie spese modificare gli elaborati affinché si concluda positivamente tale fase. Se vi è rifiuto da parte del promotore l'Amministrazione può passare ad interpellare direttamente coloro che seguono nella graduatoria di gara il promotore. Se al termine della procedura di approvazione del progetto preliminare non sono necessarie modifiche allora si può passare alla fase di stipula della concessione mentre qualora siano necessarie modifiche bisogna aspettare che il promotore decida se accettare di apportare tali modifiche o non accettare. Nella prima ipotesi (il Promotore accetta) allora la procedura si conclude con la stipula della concessione mentre qualora il promotore non accetti allora l'Amministrazione provvede al pagamento al promotore delle spese sostenute per presentare l'offerta e passa ad interpellare gli altri che occupano una posizione successiva in graduatoria (rispetto al precedente promotore).

1.7.2 La procedura “bifasica” (Doppia gara con prelazione)

Alternativamente alla soluzione precedentemente illustrata le Amministrazioni possono decidere di ricorrere ad una procedura strutturata in due fasi:

la prima fase è rivolta all'individuazione del promotore il cui progetto sarà sottoposto alla procedura di approvazione mentre **la seconda** va svolta successivamente rispetto all'approvazione del progetto e l'obiettivo è quello di individuare il concessionario. Tale differenza deve essere specificata nel bando di gara, e la procedura non comporta l'aggiudicazione al promotore prescelto ma soltanto l'attribuzione allo stesso del diritto di essere preferito al migliore offerente che sarà individuato nella gara successiva, cioè dopo la seconda fase (diritto di prelazione). Visto quanto scritto sopra è inevitabile che vi possano essere dei problemi in sede comunitaria per tale diritto di prelazione coi pareri (apparentemente) contrastanti tra la Commissione Europea e la Corte di Giustizia Europea. La procedura di gara è analoga alla monofasica e, dopo l'approvazione del progetto preliminare (rinvio alla procedura precedente), la PA bandisce la seconda ed ultima gara, alla quale possono partecipare sia tutti i soggetti che hanno partecipato alla prima gara sia nuovi soggetti; a base di questa nuova gara c'è il progetto preliminare approvato e le condizioni economiche e contrattuali offerte dal promotore. Il criterio per la valutazione da parte del soggetto pubblico è quella dell'offerta economicamente più vantaggiosa, anche se nel caso in cui non vi sia alcuna offerta più vantaggiosa il contratto sarà aggiudicato al promotore a meno che in sede di approvazione del progetto siano occorsi necessari cambiamenti; se si

presentasse tale ipotesi il promotore può rifiutarsi di accettare, l'Amministrazione non può interpellare i concorrenti successivi (rispetto al promotore) in graduatoria e vi è il rischio che vi sia una conclusione negativa del procedimento. Nell'ipotesi in cui ci dovessero essere una o più offerte valutate come maggiormente vantaggiose si è davanti ad un bivio (considerando che in capo al promotore vige il diritto di prelazione).

Se il promotore adegua l'offerta (ha 45 giorni di tempo) allora vi sarà aggiudicazione per il promotore che diventerà concessionario, con l'obbligo per l'Amministrazione di pagare le spese per chi ha presentato la migliore offerta ma è stato scartato perché la sua offerta è stata quantomeno pareggiata dal promotore. Se, invece, il promotore non adegua l'offerta, allora diventa concessionario colui che ha presentato nella seconda gara l'offerta economicamente più vantaggiosa.

1.7.3 La procedura ad iniziativa privata (Mancata pubblicazione del bando nei termini)

Entrambe le procedure ad iniziativa pubblica presentano il rischio comune di impedire la diffusione della finanza di progetto a causa dell'inerzia della stazione appaltante, qualora non provveda alla pubblicazione del bando di gara. Allo scopo di porre un limite a tale rischio, nel terzo decreto correttivo è stata lasciata anche la procedura ad iniziativa del privato. E' previsto che in relazione a ciascun lavoro inserito nell'elenco annuale, qualora l'Amministrazione non provveda alla pubblicazione del relativo bando entro 6 mesi dall'approvazione di detto elenco, i soggetti privati eventualmente interessati alla realizzazione degli interventi possono, di loro iniziativa, presentare una proposta finalizzata a sollecitare l'avvio della procedura per l'aggiudicazione della concessione di costruzione e gestione degli interventi medesimi (Gentile, 2009). Questo dettame è una novità assoluta nell'ordinamento italiano poiché prima della novella del 2008 il vecchio articolo 153 vincolava la possibilità di presentare le proposte da parte del privato all'avvenuta pubblicazione di un avviso indicativo che doveva essere pubblicato dalla stazione appaltante entro 90 giorni dall'approvazione dello strumento programmatico. Rimane il fatto che vi debba essere la presenza nell'elenco annuale dei lavori e lo scopo di tale vincolo sta nel fatto che così facendo vengono evitate proposte di opere inutili o fuori dalle linee programmatiche assunte per il bisogno della collettività. Sulla scorta dei dettami della giurisprudenza, nel caso di mancata corrispondenza tra strumento pianificatorio e lavori proposti si ha la condizione sufficiente per determinare l'inammissibilità della proposta. Passati i 6 mesi di cui sopra i soggetti in possesso dei

requisiti possono presentare nei successivi 4 mesi le proposte; entro 60 giorni dalla scadenza del termine dei 4 mesi le Amministrazioni aggiudicatrici provvedono a pubblicare un avviso con le modalità di cui all'art.66 o 122 (a seconda se l'importo dei lavori sia superiore o inferiore alla soglia comunitaria) contenente i criteri in base ai quali si procederà alla valutazione delle proposte. Entro 90 giorni dalla pubblicazione di tale avviso i soggetti interessati possono presentare le proposte. Entro i sei mesi successivi ai novanta giorni debbono essere esaminate le proposte "vecchie e nuove" (del primo e del secondo periodo) che si conclude con la verifica del possesso dei requisiti da parte degli offerenti e l'individuazione della proposta di pubblico interesse. La frammentazione in due fasi del confronto concorrenziale potrebbe rappresentare un disincentivo all'interesse dei privati per l'istituto. Ai fini dell'affidamento della concessione ai sensi dell'Art.153 comma 16 l'amministrazione ha 3 alternative:

1. Se il progetto necessita di modifiche, qualora sussistano le condizioni è consigliata alla PA l'indizione di un dialogo competitivo
2. Se il progetto non necessita di modifiche, allora l'amministrazione potrà bandire una concessione, ai sensi dell'art.143, invitando il promotore
3. Se il progetto non necessita di modifiche, vi può essere l'indizione di una gara di cui al comma 15, prevedendo il diritto di prelazione sempre invitando il promotore

Le modalità numero 2 e 3 rappresentano due tipologie alternative. In tutte e tre le tipologie sussiste un obbligo di partecipazione alla gara del promotore contrapposto all'obbligo dell'amministrazione di invitare il promotore alle relative gare. Se il promotore, in tutte e tre le gare non interviene, questo comporta l'incameramento della cauzione provvisoria di cui all'art.75 del Codice.

1.7.4 Opere fuori programmazione

Ai commi 19 e 20 dell'art.153 si disciplina l'intervento del privato nella fase di programmazione dei lavori pubblici. Il programma triennale costituisce il momento attuativo di studi di fattibilità e di identificazione e quantificazione dei bisogni che le Amministrazioni aggiudicatrici predispongono nell'esercizio delle loro autonome competenze. I privati possono presentare proposte, a mezzo di studi di fattibilità, di realizzazione di lavori pubblici non presenti nella programmazione triennale. La Pubblica Amministrazione ha l'obbligo di

esaminarle entro 6 mesi, dove l'ammissione avviene con discrezionalità valutativa da parte della PA. Possono presentare le offerte (comma 20, art.153) “ i soggetti dotati di idonei requisiti tecnici, organizzativi, finanziari e gestionali, specificati dal regolamento, nonché i soggetti di cui agli artt.34 e 90, comma 2 lettera b, eventualmente associati o consorziati con Enti finanziatori e con gestori di servizi. Gli altri soggetti legittimati a presentare offerte sono quelli ammessi a partecipare alle procedure di concessione, le società di ingegneria, le fondazioni bancarie e le CCIAA (Camere di Commercio Industria, Artigianato e Agricoltura). Laddove le proposte siano ritenute di pubblico interesse allora vengono adottati gli studi di fattibilità nell'ambito della programmazione, anche se l'adozione non determina, per espressa previsione normativa, alcun diritto del proponente al compenso per le prestazioni compiute o alla realizzazione dei lavori.

Ai sensi dell'art.153 comma 21 è ammesso il recesso dalla composizione del proponente in ogni fase della procedura e fino alla pubblicazione del bando di gara, purché tale recesso non faccia venire meno la presenza dei requisiti per la qualificazione. Il legislatore, in tal senso, ha voluto porre un limite alla possibilità di modificare la compagine proponente, individuandolo nel momento di indizione della gara ossia quello in cui la proposta viene messa a confronto con le altre offerte il momento decisivo; rimane del tutto oscuro il motivo per il quale il legislatore abbia previsto l'estensione di tale disciplina del recesso anche al caso della presentazione delle proposte. Un'altra perplessità riguarda la norma di cui al comma 21 che prescrive i requisiti di qualificazione per l'esecuzione dei lavori (vedere art.40 codice dei contratti pubblici); questi requisiti possono anche non essere posseduti dal concessionario quando quest'ultimo voglia affidare a terzi l'esecuzione dei lavori (Art.98 DPR 554/1999). Nella parte finale del comma 21 è prescritto che se singoli soggetti sono in mancanza dei requisiti, questo comporta l'esclusione di tali soggetti senza inficiare la validità della proposta, a condizione che gli altri componenti della compagnia posseggano i requisiti (al riguardo sembrerebbe che tale disposizione valga in tutti i casi). Dopo l'adozione degli studi di fattibilità ritenuti di pubblico interesse la PA procederà alla scelta del promotore secondo la procedura della Gara unica oppure secondo quella della Doppia gara con prelazione.

1.7.5 Altro sulla panoramica normativa

Gli articoli 159 e 160 del Codice dei Contratti Pubblici (entrambi gli articoli sono stati novellati dal terzo decreto correttivo) sono relativi al subentro e privilegio sui crediti.

L'art.159 è relativo alla possibilità di subentro di un nuovo concessionario in caso di risoluzione del contratto per fatto dell'originario concessionario. Non sussiste più il termine di 90 giorni, termine che diventa variabile da quando la stazione appaltante comunica la risoluzione del contratto ed entro il quale deve essere fatta la designazione del subentrante. Tale termine variabile deve essere individuato nel contratto oppure, in assenza, deve essere comunicato dall'Amministrazione aggiudicatrice agli enti finanziatori nella comunicazione scritta nella quale si fa menzione della volontà di rescindere il contratto; col terzo decreto correttivo è stata estesa l'applicazione dell'art.159 alle società di progetto costituite per qualsiasi contratto di PPP.

Nell'articolo 160 è stata operata un'estensione del privilegio generale sui beni mobili, privilegio che assiste i crediti dei soggetti che finanziano la realizzazione di LL.PP., di lavori di interesse pubblico o la gestione di servizi pubblici. Nella relazione di accompagnamento si sottolinea come la modifica all'articolo 160 sia finalizzata a rendere maggiormente fruibili ai soggetti interessati i mercati finanziari al fine di reperire risorse finanziarie per la realizzazione di opere pubbliche (o di pubblica utilità) attraverso forme di PPP. Per quel che concerne il *dies a quo* di applicazione di ulteriori modifiche apportate all'istituto nelle more dell'emanazione del decreto ministeriale si potranno fissare tali criteri nel contratto dalle stesse parti in causa. Riguardo alle procedure in corso sembrerebbe che possa essere applicabile la nuova disciplina.

Prima di concludere la prima parte, facendo riferimento allo schema di regolamento che tratta i requisiti del promotore e l'attività di asseverazione, per la prima questione anche i soggetti appositamente costituiti possono presentare proposte purché la maggior parte dei soci possieda i requisiti di esperienza e professionalità di cui sopra; per l'ottenimento dell'affidamento della concessione il promotore deve, comunque, possedere i requisiti previsti dal regolamento in relazione al concessionario anche se in associazione o in consorzi con altri. L'asseverazione del PEF consiste nella valutazione degli elementi economici e finanziari come costi e ricavi del progetto, composizione delle fonti di finanziamento, verifica della capacità del piano di generare flussi di cassa positivi e della congruenza dei dati con la bozza di convenzione. Tale analisi deve avvenire almeno sui seguenti elementi (Gentile, 2009):

- prezzo che il promotore intende chiedere all'Amministrazione
- prezzo che il promotore intende corrispondere all'Amministrazione per la costruzione o il trasferimento dei diritti

- canone che il promotore intende corrispondere all'Amministrazione
- tempo massimo previsto per l'esecuzione dei lavori e per l'avvio della gestione
- durata prevista della concessione e struttura finanziaria dell'operazione
- costi, ricavi e conseguenti flussi di cassa generati dal progetto con riferimento alle tariffe

2. Analisi di un caso reale: Il nuovo ospedale di Legnano

2.1 Cronistoria generale dell'opera

Nel passato la Pubblica Amministrazione è stata sempre l'unico finanziatore e gestore delle infrastrutture pubbliche; questo ha determinato, insieme ad altri fattori un alto livello di indebitamento pubblico sul PIL non più sostenibile (per paesi come l'Italia anche a causa dell'accettazione dei principi del trattato di Maastricht e del patto di stabilità e crescita); un'altra motivazione che ha aperto la strada ad operazioni simili a quella che si andrà a trattare di seguito è la necessità di ammodernamento delle infrastrutture sanitarie, portando lo Stato ad assumere ruoli diversi da quelli di un tempo. Nell'ambito della partecipazione pubblico-privata ciascuno svolge le attività che gli sono più proprie e nelle quali eccelle, quindi la P.A. si occuperà della programmazione e del controllo mentre i soggetti privati si occuperanno della realizzazione dell'opera e della gestione operativa (Germani, 2005). Attraverso il ricorso allo strumento del Project Financing nell'ambito sanitario, si riescono a conciliare l'esigenza dello Stato di rinnovare le infrastrutture sanitarie senza gravare troppo sulle già depauperate finanze pubbliche ottenendo una gestione efficiente dell'opera, e l'esigenza di profitto dei privati che mettono al servizio della Pubblica Amministrazione le proprie competenze per una migliore riuscita dell'operazione, riuscendo anche nell'intento di diversificazione del proprio portafoglio di attività. Non è da tralasciare nemmeno il fatto che la partecipazione ad operazioni di tale genere lascia in eredità una visibilità non indifferente e potrebbe far compiere il salto di qualità ad aziende che fino a poco tempo prima rischiavano l'estinzione o vivevano nell'anonimato. Partecipare ad operazioni di PPP può portar con sé anche l'instaurarsi di rapporti diplomatici con le diverse amministrazioni locali che potrebbero tornare utili in futuro alle imprese.

La costruzione, tramite una PPP, dell'Ospedale di Legnano (Milano) rappresenta un caso di successo nell'esperienza italiana dell'applicazione della tecnica della finanza di progetto.

Tale operazione prevede la costruzione di un nuovo ospedale da parte di soggetti privati che vedranno remunerati i loro investimenti sostenuti grazie al pagamento, da parte della Pubblica Amministrazione, di un contributo pubblico per la costruzione dell'opera e di canoni periodici per la gestione, (per un determinato periodo di tempo) dei servizi collaterali rispetto all'opera principale (lavanderia, sanificazione ospedaliera, servizio di mensa per pazienti e dipendenti, smaltimento rifiuti, manutenzione edifici etc.). Tale intervento rientra nella tipologia di opere

fredde, cioè quelle che possono essere sì realizzate con la tecnica del project financing, ma nelle quali vi sia la necessità di un esborso monetario da parte della Pubblica Amministrazione per far raggiungere al progetto un equilibrio economico e finanziario; nella fattispecie si illustrerà il successo di una tale impostazione al fine della realizzazione di opere di pubblica utilità in alternativa al caso dell'appalto tradizionale

Nel settembre 2002, ai sensi dell'Art.37-bis della Legge Merloni e s.m.i., il progetto dell'ospedale di Legnano viene inserito all'interno della programmazione triennale da parte della Pubblica Amministrazione, con l'Azienda Ospedaliera di Legnano nel ruolo di Autorità concedente. Nell'ottobre 2003 l'Azienda Ospedaliera ha pubblicato un bando di gara ai sensi dell'Art.37-bis e s.m.i.

Nel Dicembre 2003 il consorzio guidato da Techint presenta una proposta ai sensi dell'Art. 37-bis per la costruzione e la gestione del progetto previo accordo di concessione.

Ad Aprile 2004 la proposta presentata dal Consorzio è dichiarata di pubblico interesse dall'Azienda Ospedaliera di Legnano mentre a Luglio dello stesso anno tale proposta viene approvata dalla Regione Lombardia.

Nel Gennaio 2005 vi è l'aggiudicazione della concessione al Consorzio, a Febbraio/Marzo dello stesso anno i membri del consorzio costituiscono la società veicolo (Genesi Uno S.p.A) e firmano il contratto di concessione ed i contratti di subfornitura (successivi rispetto al contratto principale tra Azienda Ospedaliera e società veicolo).

Nel Novembre 2005 viene approvato il "Progetto Definitivo" e vengono avviate le procedure di esproprio.

Nel Marzo 2006 c'è l'approvazione della prima parte del "Progetto Esecutivo" e l'inizio ufficiale del progetto di costruzione. Esattamente un anno dopo, ossia nel Marzo 2007, si chiude il contratto di finanziamento.

2.2 Struttura contrattuale e soggetti coinvolti

La struttura contrattuale dell'operazione vede al centro (come in ogni caso scolastico e reale di project financing) la società di progetto appositamente creata (Genesi Uno S.p.A.). Questa ha siglato un contratto di concessione con l'Azienda Sanitaria di Legnano per la costruzione dell'ospedale e la gestione dei servizi collegati all'opera per una durata complessiva di 28 anni

ed un mese. L'azienda ospedaliera, oltre alla concessione di costruzione e gestione, riconosce allo Special Purpose Vehicle un contributo pubblico ed il pagamento di canoni per i servizi. Affinché vi potesse essere un interessamento da parte dei privati per l'opera che l'amministrazione aggiudicatrice voleva realizzare era necessario, per quest'ultima, sostenere degli esborsi monetari per la realizzazione dell'opera stessa. Infatti il successo dell'iniziativa non è stato rappresentato tanto dal fatto che l'opera sia stata costruita senza che l'ente pubblico affrontasse delle spese (condizione pressoché impossibile visto che si tratta di un'opera fredda) ma dal fatto che i soldi pubblici spesi venissero gestiti nel migliore dei modi possibili. Poiché tale opera rientra nella categoria di opere fredde ed alla luce di quanto scritto nel paragrafo 1.2, per il raggiungimento di un equilibrio economico e finanziario del progetto è necessario che vi sia un contributo pubblico ed il pagamento di canoni di gestione.

In tale operazione gli azionisti della società veicolo sono:

1. la società Techint- Compagnia Tecnica Internazionale S.p.A. che detiene il 71,79% delle azioni del veicolo finanziario;
2. l'Impresa Edile Vinco Renzo s.r.l. che detiene il 13% delle azioni;
3. la CMB, Cooperativa Muratori e Braccianti di Carpi Società Cooperativa a responsabilità limitata (s.c.a.r.l.) che rappresenta lo 0,21% della compagine azionaria;
4. la Manutencoop Facility Management con il 10% del pacchetto azionario;
5. la Italia Servizi Integrati (ISI) S.c.p.A con il 2% delle quote;
6. la Aster Associate Termoimpianti S.p.A. per il restante 3% delle quote.

Le sei società appena menzionate rappresentano una parte consistente dei soggetti che hanno siglato contratti di subfornitura con Genesi Uno. Queste forniscono l'equity (sotto forma di capitale sociale e prestiti di tipo subordinato) a Genesi Uno e si adoperano affinché le sorti della società permettano loro di avere un ritorno degli investimenti sostenuti.

A primo impatto tale caratteristica della struttura contrattuale, che vede le sei società appena menzionate coinvolte sia nell'equity del veicolo che nel ruolo di controparte nei contratti di subfornitura con la società di cui sono azionisti (Genesi Uno S.p.A.), sembrerebbe far emergere un conflitto di interessi che potrebbe mettere a repentaglio la riuscita dell'operazione stessa. In realtà tale corrispondenza tra gli azionisti ed i subfornitori della società veicolo fa aumentare il grado di bancabilità del progetto e le banche stesse sono più disposte a

partecipare ad un'operazione che risulta essere maggiormente redditizia. Infatti gli enti finanziatori, sapendo che i soggetti che forniscono il capitale di rischio a Genesi Uno sono anche subfornitori della società stessa, ritengono che questi abbiano un maggiore interesse a rispettare gli impegni contrattuali assunti proprio perché rivestono sia il ruolo di debitori (nei confronti delle banche che concedono capitale di credito allo Special Purpose Vehicle) che quello di creditori (poiché costruiscono o gestiscono per conto di Genesi Uno, che di contro paga loro il corrispettivo riconosciutele dall'ente ospedaliero). Genesi Uno e l'ente ospedaliero di Legnano hanno anche siglato un contratto che specifica dettagliatamente le condizioni di gestione dell'opera e che regola l'esecuzione dei servizi non principali. Solitamente tali accordi sono di tipo "chiavi in mano" e, cioè, contengono delle condizioni contrattuali stabilite da principio e fisse nel tempo: per esempio sono fissati gli importi dei canoni di gestione indipendentemente dall'aumento o meno del costo del materiale, del costo dell'energia; tali aumenti vengono scaricati sul concessionario (vedere la parte inerente l'allocazione dei rischi).

A seguito di quanto è stato appena detto, la società Genesi Uno ha siglato, per quanto riguarda la fase di costruzione, con il Consorzio di Costruzione un contratto lump-sum turnkey (chiavi in mano) che ribalta sul concessionario le responsabilità per ritardi o innalzamento costi che nel contratto principale gravano su Genesi Uno. Il Consorzio di Costruzione è costituito da Techint col 78% delle quote, da Impresa Edile Vinco Renzo (17% delle quote) e da Aster Associate Termointerimpianti S.p.A. (5%). Non è un caso che tutte e tre le società siano azioniste del veicolo Genesi Uno.

Per l'esecuzione dei servizi collaterali all'opera, così come spiegato nel contratto contenente le specifiche della gestione, Genesi Uno ha concluso un contratto di subfornitura con due società di servizi (ISI e Manutencoop). Le attività non core che vengono svolte dalle due società sono quelle di sanificazione ospedaliera, smaltimento rifiuti, servizio di mensa per i pazienti e per i dipendenti, servizi generali, manutenzione del parcheggio e portierato (gestite dall'ISI, un consorzio composto dalle società Team Service, SET, Greco e Viridia); le altre attività che Manutencoop gestisce direttamente sono quelle di lavanderia, utilities, manutenzione meccanica ed elettrica, ed il servizio di aria condizionata.

Infine Genesi Uno ha concluso un contratto con Genesi Servizi S.r.l. per espletare i servizi commerciali riferiti al progetto.

A margine di quanto è stato scritto sopra bisogna tenere presente che tali società, come corrispettivo delle prestazioni fornite, ricevono pagamenti da parte di Genesi Uno, che a sua volta riceve i pagamenti dall'Ente Ospedaliero di Legnano sotto forma di contributo pubblico e di canoni di gestione. Nel contratto principale la maggior parte dei rischi viene “scaricata” sulla società veicolo che, grazie alla conclusione degli accordi descritti e di quelli ancora da descrivere, ridistribuisce i rischi su diversi soggetti privati. La chiave del successo di una tale operazione non sta nello scaricare tutti i rischi dell’opera sul soggetto privato, ma nel fare accollare al soggetto privato solo quelli da lui sostenibili e far assumere gli altri rischi al soggetto pubblico. Il vantaggio per le singole società private è che, in caso di fallimento della società veicolo (poiché quest’ultima è una S.p.A.) i creditori possono escutere quanto dovuto rivalendosi solo sul patrimonio dello Spv e non su quello delle singole società azioniste.

Un altro contratto di fondamentale importanza, il cui contenuto sarà affrontato dettagliatamente nel paragrafo successivo, è quello di finanziamento, siglato da Genesi Uno e da un pool di banche (composto da Dexia Crediop S.p.A., che ha svolto anche il ruolo di Original Mandated Lead Arranger, Medio Credito Centrale S.p.A. e Banca di Legnano S.p.A.) con la funzione di concedere finanziamenti per la realizzazione del progetto. Le banche, insieme con Genesi Uno ed i suoi azionisti, hanno concertato la struttura del capitale ottima per l’impresa e per l’iniziativa stessa. L’ultima tipologia di contratto, firmato da Genesi Uno e dall’Azienda Ospedaliera di Legnano, è quello di assicurazione, per implementare il pacchetto creato dall’assicuratore e per permettere il raggiungimento della sostenibilità finanziaria dell’operazione. Anche in questa tipologia di contratto le banche svolgono un ruolo cruciale.

In un’iniziativa di project financing, solitamente, le banche prima di concedere i finanziamenti alla società veicolo, si servono di diversi consulenti esterni, con diversi ruoli, in modo da poter allestire la migliore struttura possibile del progetto. Nel caso trattato il pool di banche (“guidato” da Dexia Crediop) si è servito, per le questioni legali, della consulenza di Allen & Overy. Sotto il punto di vista strettamente tecnico (leggasi alte competenze di ingegneria), il ruolo di advisor è stato ricoperto dalla società Protos S.p.A., mentre AON S.p.A. ha svolto il ruolo di advisor assicurativo per le banche e di broker assicurativo per conto di Genesi Uno. La società PriceWaterhouseCoopers ha invece avuto il compito di revisione del Piano Economico Finanziario e di advisory fiscale (internal auditing).

2.3 Struttura economico-finanziaria ed allocazione dei rischi

Nell'organizzazione di un'operazione di project di tipo non recourse (come quella trattata), la decisione riguardo quale struttura finanziaria adottare risulta essere di cruciale importanza. Per la composizione il pool di banche ha imposto alla società veicolo di assumere una configurazione uguale a quella che si va ad illustrare di seguito. Si è appena utilizzato il termine imposto poiché se Genesi Uno non avesse fatto quanto consigliatole dal pool di banche non sarebbe stato possibile far raggiungere al progetto un equilibrio economico finanziario ed alle banche non sarebbe convenuto esporsi in un'attività non remunerativa o poco remunerativa. Nel dettaglio la struttura della società vede la presenza di **equity** per un ammontare di circa 8,29 milioni di Euro. Tale cifra non è composta per intero da capitale sociale, ma è stato imposto che un 20% (1,66 milioni circa) fosse conferito sotto forma di debito subordinato rispetto alle passività bancarie (assistite da garanzie di cui si parlerà più avanti). Un altro milione e mezzo di Euro circa è stato fornito sotto forma di **stand-by equity**¹¹ (di cui circa 300 mila euro come prestito subordinato). Il **contributo pubblico** ammonta ad 83,50 milioni di euro (incluso un 10% di Iva), di cui il 95% dato dallo Stato Italiano ed il restante 5% dalla Regione Lombardia. Il pool di banche ha analizzato, a tal riguardo, anche la disponibilità di tale ammontare e se questo fosse stato stanziato o meno dallo Stato e dalla Regione Lombardia. Genesi Uno ha beneficiato di una linea di credito che anticipa i contributi IVA in caso ritardo nell'erogazione da parte della Asl per un ammontare di 15 milioni (**grant facility**) e di un'altra linea di credito per 5 milioni (**VAT facility**) che finanzia il fabbisogno di circolante IVA nella fase di costruzione¹². Le banche hanno concesso **finanziamenti di lungo termine**, a copertura dei costi derivanti dal progetto, per un ammontare di 47 milioni, **finanziamenti di lungo termine di tipo stand-by** (a copertura di eventuali costi di progetto aggiuntivi) per altri 8,50 milioni di Euro, un **finanziamento del Capitale Circolante Netto** pari a 2,50 milioni di Euro (per coprire gli squilibri di cassa tra

¹¹ Le linee di credito stand-by stanno ad indicare “modalità di affidamento che consentono all'impresa di attivare finanziamenti bancari in condizioni di relativa certezza, al manifestarsi di esigenze finanziarie per lo più non previste” (Monti, 2006). Tali linee di credito hanno, solitamente, una durata di 18 mesi e, rispetto ad un'apertura di credito in c/c la revoca dell'affidamento non è consentita se non al termine del periodo contrattualmente stabilito.

¹² La società in tale fase paga l'IVA sulla costruzione ma non la incassa, stando, quindi sempre in una posizione di credito IVA. Tale linea di credito viene coperta con i rimborsi (di credito IVA) che l'erario fa mediamente dopo due anni dalla maturazione del credito.

flussi in entrata ed in uscita che si possono avere nel breve periodo) ed un **performance bond**¹³ per circa 5 milioni di euro, a copertura di eventuali ritardi e mancanze durante il periodo di costruzione. Altre richieste avanzate dal pool di banche e rispettate, fino ad ora, dalla società concessionaria riguardano i livelli minimi di DSCR (Debt Service Cover Ratio) e di LLCR (Long Life Cover Ratio) fissati rispettivamente a 1,25 e 1,30 (per un approfondimento degli indici di bancabilità, o cover ratios, vedere il paragrafo 1.6 Valutazione economica e sostenibilità finanziaria). Le banche, dovendo affrontare una tipologia di non recourse project financing, hanno curato la parte di allestimento del security package, per assicurare la sostenibilità finanziaria del progetto. In particolare tale attività è consistita nel predisporre un Privilegio Speciale sui beni mobili presenti e futuri di proprietà del debitore (Genesi Uno S.p.A), ma non su quelli di proprietà delle singole società azioniste di Genesi Uno, (in quanto il veicolo finanziario è una società di capitali), un pegno sulle azioni di Genesi Uno, e sui crediti degli azionisti nei confronti del veicolo; inoltre è stata prevista una cessione di tutti i crediti vantati da Genesi Uno e sorti in relazione ai contratti presenti nel progetto, che vanno dalle obbligazioni, alle polizze assicurative, ai contratti di copertura fino ai crediti Iva del veicolo finanziario. Una tale struttura finanziaria è servita per affrontare l'operazione finanziata con la tecnica di project financing, con impieghi e fonti per un valore di poco superiore ai 130 milioni di Euro (130,7 per l'esattezza) durante il periodo di costruzione.

Tra gli **impieghi** si è avuto un fabbisogno finanziario prima delle spese per interessi di 128,3 milioni di euro così suddiviso:

- Variazioni nel capitale circolante netto per -0,6 milioni di euro
- Costi di sviluppo e spese in capitale per 121 milioni di euro
- Costi dello Spv non capitalizzati per un ammontare di 0,9 milioni

¹³ Il performance bond è “una fideiussione emessa da una banca per conto di un fornitore o contraente che si sia aggiudicato una gara d'appalto o di concessione, in favore di un compratore o committente (beneficiario) per garantire il pagamento di una somma prestabilita nel caso di non conforme esecuzione dei termini del contratto da parte dell'impresa” (Monti, 2006). In tale tipologia di finanziamento la richiesta di fideiussione viene, di solito, fatta all'impresa aggiudicataria al fine di vincolarla all'adempimento di tutti gli obblighi negoziali cosicché l'esecuzione della fornitura possa essere in linea con quanto è stato pattuito.

- DSRA¹⁴ (Debt Service Reserve Account) per 2,1 milioni
- Altre riserve di liquidità pari a 4,9 milioni

A tali voci appena descritte vanno aggiunti 2,4 milioni di spese totali per interessi che portano l'ammontare del fabbisogno finanziario al lordo del pagamento dell'Iva a 130,7 milioni di euro.

Di contro, dalla parte delle **fonti**, si è avuto un equity totale di 8,2 milioni di cui 6,6 costituiti da capitale sociale ed i restanti 1,6 sotto forma di prestiti subordinati (nella restituzione ai prestiti di natura bancaria). I finanziamenti “puri” (cioè quelli bancari) sono stati di 46,6 milioni ed il contributo pubblico di 75,9 milioni per un ammontare complessivo delle fonti, al lordo dell'Iva, di 130,7 milioni.

Passando all'**analisi dell'allocazione dei rischi**, ossia la parte più complessa ed importante in un'operazione di project, sono state identificate diverse tipologie di rischio. Il modo di affrontare tale complessità ha portato ad un esito, fino ad ora (fine 2009), positivo dell'operazione ed in questa sede si vuole rendere conto dei fattori che hanno contribuito a far adottare una struttura di allocazione del rischio ed a predisporre un'iniziativa di finanza di progetto di successo anche nel nostro Paese. La prima fattispecie identificata è quella del **rischio di costruzione** (rischio che la realizzazione dell'opera non avvenga nei tempi, nei costi e con le specifiche concordate) che viene affrontato con un contratto chiavi in mano e con data di scadenza certa. Tutto il rischio viene catalizzato dalla società Genesi Uno che, a sua volta, lo riversa sui tre componenti del consorzio di costruzione tramite un contratto di subfornitura (come visto sopra). Si prevede nel contratto l'esistenza di un performance bond per un valore pari al 10% del costo complessivo di costruzione ed un'azione di monitoraggio dello stato di avanzamento lavori attraverso una Retention Money Guarantee¹⁵ nel caso di ritardi, per un ammontare massimo del 15% dell'importo complessivo di costruzione. Sebbene

¹⁴ “...The purpose of a DSRA is to provide a cash buffer during periods where Cash Flow Available for Debt Service (CFADS) is less than the scheduled payments. The existence of this buffer allows some breathing room for Operational issues to be resolved and/or in more extreme situations the debt to be restructured before the borrower defaults on the debt...” (www.navigatorpf.com)

¹⁵ “Il retention money bond è una lettera di garanzia emessa da una banca per permettere al contraente di ottenere l'integrale pagamento della commessa al momento del completo adempimento degli obblighi contrattuali (spedizione della merce, presentazione dell'ultimo SAL, rispetto dei tempi di costruzione ecc.); il pagamento risulta, in tal modo, comprensivo di quella parte la cui liquidazione è di norma prevista al momento dell'accettazione finale della fornitura e/o dei lavori o dopo un prefissato periodo di tempo” (Monti,2006)

il periodo originario di costruzione fosse di 40 mesi, nel contratto tra Genesi Uno e le sei società che costituiscono il consorzio di costruzione è stato fissato un termine prudenziale di tali lavori pari a 37 mesi e mezzo. Tale misura è stata adottata poiché se al termine dei 37 mesi e mezzo il lavoro svolto dal consorzio non fosse risultato conforme a quanto stabilito nel contratto di concessione, allora ci sarebbero stati margini di tempo per l'intervento dei soggetti costruttori al fine di ottenere i risultati concordati senza incorrere in ritardi nei confronti dell'Azienda Ospedaliera di Legnano. Nelle carte contrattuali è stato anche stabilito che vi fosse la possibilità di risoluzione del contratto qualora i ritardi durante il periodo di costruzione fossero superiori a 151 giorni e che fosse fissato un cap alla responsabilità del costruttore, salvo dolo o colpa grave, per un importo massimo pari al 50% del valore dell'opera. Dinanzi a tale serie di rischi è stato predisposto un pacchetto assicurativo di tipo ALOP (Advance Loss Of Profit) ¹⁶ utilizzato come misura di supporto alle clausole contrattuali già descritte. La seconda classe identificata è quella del **rischio di design**, assunto dal veicolo prima e dal consorzio di costruzione poi con un tetto massimo di indebitamento ulteriore rispetto a quanto stabilito nel contratto originario. Il periodo di garanzia è stato fissato in 24 mesi più altri 12 mesi aggiuntivi, con un warranty bond (garanzia difetti di fabbricazione) pari al 3% dell'ammontare complessivo del contratto di costruzione e la presenza della polizza assicurativa Decennale postuma, meglio nota come "Decennale Postuma danni diretti all'opera" ai sensi dell'art.1669 del Codice Civile. Tale polizza prevede due garanzie, una indennitaria ed una risarcitoria quando l'appaltatore (o il concessionario) sia responsabile per rovina degli edifici. Infatti l'art.1669 C.c. dispone proprio che, nel caso di edifici o altre cose immobili destinate ad avere lunga durata, se nel corso di dieci anni dal compimento dell'opera per vizio del suolo o per difetto di costruzione queste rovinano in tutto o in parte o presentano evidente pericolo di rovina o gravi difetti, allora l'appaltatore sarà responsabile nei confronti del committente e dei suoi aventi causa, purché sia fatta la denuncia entro un anno dalla scoperta del pregiudizio economico. L'articolo termina disponendo che il diritto del committente si prescrive in un anno dalla denuncia. Per il periodo di gestione (secondo periodo della concessione dopo quello della costruzione) Genesi Uno incassa i canoni indipendentemente dal fatto che l'ospedale faccia registrare una percentuale di ricoveri

¹⁶ "The ALOP Insurance covers the owner for the risk of losing profit. It is called 'Advance' because the insurance is taken before business starts. It is taken during project implementation, before a plant is commissioned. The insurance, in principle, follows characteristics of a Consequential Loss Policy during operation, but is issued in advance of the actual start of business" (www.projectsmonitor.com).

alta, bassa o nulla. Il sistema per affrontare il **rischio di performance nel periodo di gestione, o rischio di gestione** (rischio che i costi operativi del progetto differiscano da quelli previsti nel budget o che il livello di prestazione previsto non sia raggiunto o che il servizio non possa essere erogato) è basato principalmente sul criterio della disponibilità dei servizi nei tempi e nei modi prestabiliti. Si prevede un tetto di penale pari al 10% dei ricavi dovuti alle società di gestione qualora i ritardi o le mancanze possano causare l'indisponibilità temporanea dell'opera o dei servizi ad essa collegati. Inoltre le penali di gestione previste nella convenzione sono trasferite al 100% in capo alle società che gestiscono i servizi. Ogni singola società di fornitura servizi è tenuta a coprire per intero la penale tramite il rilascio di un performance bond.

Il **rischio di manutenzione** (rischio che i costi necessari a mantenere il bene in perfetto stato di funzionamento varino rispetto a quelli previsti in budget) viene affrontato in due modi:

- per la *manutenzione ordinaria* il rischio viene assunto da Genesi Uno che, come per gli altri rischi assunti, con un contratto di subfornitura lo fa accollare alle diverse società (socio, tra l'altro, di GENESI Uno) di servizi
- per la *manutenzione straordinaria* il rischio viene assunto dall'azienda ospedaliera di Legnano

Qualora l'Azienda Ospedaliera di Legnano non realizzi sia gli interventi programmati che quelli non programmati di manutenzione straordinaria, e nel caso in cui a questa mancanza consegua una situazione nella quale la fornitura (da parte di Genesi Uno e di Manutencoop, ISI e le altre società a loro collegate) dei servizi legati alla manutenzione straordinaria sia scadente o comunque non in linea con quanto stabilito, Genesi Uno non sarebbe sottoposta al pagamento di una penale.

Per il **rischio di start-up**, nel caso in cui si registri un ritardo nella fase di avvio della gestione causato dall'azienda ospedaliera, allora al concessionario è concessa la possibilità di beneficiare di un riequilibrio delle condizioni del PEF, per far sì che il progetto possa tornare ad avere quelle caratteristiche tali da far raggiungere un livello favorevole di redditività economica e di sostenibilità finanziaria. C'è da aggiungere che se i ritardi dovessero superare i 90 giorni allora il concessionario riceverebbe il 60% degli introiti concordati all'interno del Piano Economico Finanziario.

Il **rischio dell'aumento del costo dei servizi** prevede la predisposizione di un contratto di cinque anni con rinnovi a cadenza annuale sempre alle medesime condizioni. Dal quinto anno del periodo di gestione è previsto un meccanismo basato sul market test, per verificare se il prezzo richiesto dai gestori del servizio alla Spv è congruo; in caso di condizioni di mercato avverse vi è la possibilità di poter riequilibrare le condizioni della concessione (sempre per assicurare al progetto il raggiungimento di una redditività economica e di una sostenibilità finanziaria) e nel caso in cui una delle società di fornitura di servizi dovesse essere rimpiazzata questa sarà responsabile verso la società Genesi Uno per gli eventuali ulteriori costi che il veicolo ha dovuto sostenere. In sede di previsione per l'evoluzione dell'opera è stato predisposto uno scenario base (caso base) di tipo prudenziale.

Per il **rischio di pagamento del contributo pubblico** in sede contrattuale si è predisposto che i pagamenti avvenissero a SAL (Stato di Avanzamento Lavori) ben documentati. Nel caso base di tipo prudenziale l'ipotesi di pagamento risulta essere molto più stringente rispetto a quella dell'accordo di concessione dove si prevede una scadenza più in là nel tempo di 60 giorni.

Un meccanismo di pagamento con cadenza mensile e la previsione della possibilità per Genesi Uno di sospendere i propri servizi resi e di richiedere lo scioglimento del contratto di concessione se i ritardi superano i 60 giorni rispetto ai normali tempi stabiliti (o se eccedono i 30 giorni dalla fatturazione) sono le misure previste contro il **rischio di ritardo di pagamento durante il periodo di concessione**. In tale ambito l'azienda ospedaliera di Legnano ha la responsabilità per il pagamento degli interessi e nel caso base si assume un limite massimo dei ritardi pari a 210 giorni.

Nel caso di manifestazione del **rischio di forza maggiore** (rischio che un evento imprevedibile ed incontrollabile da tutte le parti coinvolte nel progetto comporti un aumento dei costi o, nei casi peggiori, l'impossibilità di erogare il servizio o di acquistarlo) si concede un periodo di 60 giorni per giungere ad un nuovo accordo tra concedente e concessionario. Se non si riesce a raggiungere tale accordo allora Genesi Uno ha la facoltà di risolvere il contratto di concessione e ricevere il pagamento del *termination value* in relazione alla durata residua della concessione.

Se il contratto di concessione viene risolto a causa di Genesi Uno, per il calcolo del termination value bisogna considerare in quale delle due seguenti fasi si è avuto il manifestarsi di tale situazione:

1. prima del completamento: il calcolo deve considerare i costi già sostenuti dal concessionario ed i sussidi pubblici già pagati dal concedente;
2. dopo il completamento: va considerato il valore dei lavori già eseguiti, (al netto dei costi per l'espropriazione di aree rilevanti e dei servizi già forniti), più l'ammontare dei canoni per servizi non ancora pagati, meno i sussidi pubblici che sono già stati ammortizzati ai sensi della disciplina contabile e fiscale e meno la parte di finanziamenti bancari già rimborsati.

Qualora vi sia risoluzione o la revoca o il ritiro della concessione dovute all'operato dell'Azienda Ospedaliera di Legnano, allora per lo Special Purpose Vehicle c'è il diritto a percepire il pagamento delle seguenti voci, anche se bisogna sempre considerare il periodo nel quale avviene la fine del contratto. Infatti se si è nella fase prima del completamento allora verranno considerati solo i costi già sostenuti dal concessionario, mentre se si è nella fase dopo il completamento l'analisi si verterà sul valore dei lavori già eseguiti, (al netto dei costi per l'espropriazione di aree rilevanti e dei servizi già forniti) più l'ammontare dei canoni per servizi non ancora pagati, più la liquidazione dei danni causati alla società di progetto per prestazioni non rese nei confronti di terzi ed altri costi sostenuti o che saranno da sostenere proprio come conseguenza della risoluzione, della revoca o del ritiro della concessione.

Infine, se si dovessero presentare eventi tali da causare uno stravolgimento nel DSCR e LLCR medio o nel TIR (IRR, Internal Rate of Return) dell'intero progetto, allora è concessa a Genesi Uno la facoltà di fare richiesta per riequilibrare le condizioni del progetto in modo tale da avere un Average Debt Service Cover Ratio (DSCR) pari ad 1,33, un Average Loan Life Cover Ratio (LLCR) pari a 1,56 ed un Internal Rate of Return (Tasso Interno di Rendimento) del progetto pari al 9,20% così come previsto nel caso base. Sono, inoltre, previsti gli eventi che possono portare alla revisione della concessione e vanno dalle variazioni imprevedibili (alle parti del contratto) delle condizioni sui mercati finanziari, agli eventi generati da cause di forza maggiore, all'incremento nei costi di espropriazione (quando ammontino a più di 7 milioni di Euro), ai cambiamenti nel regime fiscale, nella normativa e/o nella tecnologia usata. Altre cause di revisione della concessione sono rappresentate da ritardi nel rilascio di

permessi ed autorizzazioni (dovute all'operato del concedente) ed agli incrementi nei costi per i servizi (per esempio dovuti all'inflazione, per la quale non è prevista copertura con strumenti ordinari).

Conclusioni

L'esposizione di un caso reale di successo di PPP all'interno dell'esperienza italiana è servito per confermare quanto da me affermato nel titolo e cioè che tale approccio rappresenta, se ben strutturato, un'opportunità sia per il contesto delle infrastrutture che normativo in Italia. Ad oggi siamo ancora lontani dal raggiungere una situazione a livello normativo che possa essere paragonata a quella della Gran Bretagna (al riguardo si veda la parte inerente il Public Sector Comparator nel paragrafo 1.6) anche se sussiste un bisogno sempre più pressante di infrastrutture che siano funzionanti e che possano permettere al sistema Italia di poter competere con le altre nazioni nelle sfide del nuovo millennio. Il caso dell'Ospedale di Legnano non rappresenta un fiore nel deserto poiché è parte di un piano a più ampio respiro stilato dalla Regione Lombardia, finalizzato a rinnovare gli ospedali regionali, ed il massiccio impiego di risorse pubbliche sta a dimostrare quanto sia rilevante il progetto. Per poter giungere a risultati eccellenti c'è bisogno di attori altrettanto eccellenti; per questo tutte le società coinvolte sono compagnie con esperienza consolidata nei loro settori di appartenenza, a cominciare da Techint che vanta una decennale presenza nel comparto della cura della salute, passando poi per Dexia Crediop da sempre specializzata in operazioni di finanziamento di infrastrutture ed opere pubbliche o di pubblica utilità; altro attore illustre è Team Service, leader nella fornitura di servizi per la sanificazione ospedaliera per finire con PriceWaterhouseCoopers, una delle maggiori compagnie a livello internazionale nell'assistenza fiscale e nell'internal auditing. Come già scritto nelle prime parti del lavoro, un elemento che può portare al successo un'operazione strutturata tramite finanza di progetto sta nella semplicità del progetto sia sotto un punto di vista tecnologico sia sotto un punto di vista gestionale. Per l'ospedale di Legnano non vi sono concorrenti per le società che possano insidiare il lavoro (e, conseguentemente, le remunerazioni) dei soggetti impegnati nella costruzione e nella fornitura dei servizi collaterali all'opera principale. Inoltre tali soggetti non ricorrono a tecnologie di costruzione o di gestione nuove o comunque tali da poter generare dell'incertezza sui risultati economici e finanziari dell'iniziativa. Altro elemento che ha portato all'allestimento di un'operazione di successo è stato, senza ombra di dubbio, l'impegno nel quale si è profusa l'Autorità concedente che ha fornito, ogniqualvolta si presentasse la necessità, in maniera sistematica e tempestiva, tutto il materiale per l'approvazione delle varie proposte riguardanti il progetto, cercando anche di garantirsi un tasso di occupazione minimo della nuova struttura ospedaliera, per rendere più semplice il

compito di pagare quanto stabilito alla società di progetto Genesi Uno. C'è da sottolineare la corretta previsione di uno scenario di base (chiamato caso base), che ha natura prudenziale e permette di agevolare la predisposizione della fase cruciale dell'opera. Infatti il vero punto di forza in una tale operazione sta, ad avviso di chi scrive, in una corretta allocazione dei rischi. Pur avendo illustrato nel dettaglio le diverse tipologie di rischio e come sono state affrontate, si ritiene opportuno dare una migliore definizione dell'allocazione dei rischi e del perché questa fase abbia un'importanza tale da determinare il successo o l'insuccesso di un'iniziativa di p.f. Solo tramite l'analisi dei rischi si possono determinare le metodologie attraverso le quali i rischi vengono divisi e distribuiti tra soggetto pubblico e soggetti privati. Qualora si optasse per un trasferimento totale dei rischi legati al progetto in capo ai soggetti privati, non si avrebbe un aumento del valore aggiunto apportato dal progetto ma una diminuzione di questo. Decidere di far assumere ai privati delle tipologie di rischio che, solitamente, questi non riescono a sostenere potrebbe rilevarsi una scelta sbagliata se non addirittura decisiva in senso negativo per la riuscita dell'operazione stessa. Si pensi al caso in cui i soggetti privati si assumano il rischio di forza maggiore, e con questo il conseguente onere di farvi fronte nel caso si materializzasse tale rischio (anche perché sotto il punto di vista della prevenzione contro i rischi di forza maggiore, da quanto si è visto sopra, si può fare davvero poco). Presentando tale peculiarità il progetto vedrebbe aumentare il suo costo e la sua incertezza per la realizzazione e perderebbe molto in termini di bancabilità, in quanto le banche finanziatrici nella loro analisi ritengono che sia di fondamentale importanza il livello di certezza dei proventi che derivano dalla concessione (nella fattispecie di costruzione e gestione) fatta dalla Pubblica Amministrazione ai privati. Anche nel caso in cui il progetto fosse ritenuto bancabile, ma vi fosse tale rischio di forza maggiore ad incombere come una spada di Damocle sui soggetti privati, vi sarebbero dei costi di finanziamento molto più alti visto che dovrebbero tenere in considerazione il rischio di fallimento del progetto. Essendo il project una grandissima opportunità per la costruzione di nuove opere e l'ammodernamento della rete infrastrutturale ed una modalità più efficiente di gestione delle risorse pubbliche, al fine di coinvolgere quanto più possibile i capitali privati nell'operazione, sembra assurdo far pagare ai privati e/o alle banche finanziatrici per le conseguenze di un rischio incerto nell'esistenza e nell'ammontare, ma che c'è e per questo qualcuno dovrà pure accollarselo; considerando tutti i fattori appena elencati l'onere di fare fronte a tale tipologia di rischio ricade, per esclusione più che per esplicita volontà, sulla Pubblica Amministrazione. Altri rischi che non possono

essere assunti dai soggetti privati (o che solitamente vengono assunti dall'ente concedente in PPP) sono quello ambientale¹⁷, il rischio relativo al volume di traffico¹⁸ ed il rischio di progettazione¹⁹. Nella fattispecie esaminata la struttura contrattuale illustrata permette che vi sia una corretta allocazione dei rischi, funzionale (come dovrebbe sempre essere) alla tipologia di opera che si intende realizzare. A chiusura di quanto finora affermato c'è da rimarcare l'importanza del virtuosismo nella gestione delle risorse pubbliche, un tema che da qualche anno a questa parte è sempre più scottante. Non è ancora finita la crisi che dal mondo della finanza si è manifestata nell'economia reale, più o meno repentinamente a seconda dei casi, mettendo in difficoltà moltissime società e destabilizzando i bilanci di milioni di famiglie. Mai come in questi ultimi 24 mesi avevamo assistito ad interventi massicci da parte delle maggiori Banche Centrali che hanno cercato di sfruttare il più possibile le leve di politica monetaria a loro disposizione, ma tutto questo non è bastato. Per salvare colossi mondiali quali AIG e per la risoluzione di moltissime altre problematiche generate dalla crisi sono dovuti intervenire gli stessi Stati che hanno ripreso, per necessità più che per volontà, ad utilizzare massicciamente la leva fiscale. Come molti sanno la situazione nel debito pubblico italiano prima della crisi stava pian piano migliorando ma si era ben lontani dalla risoluzione definitiva dei problemi. Inoltre il fatto di dover rispettare i parametri di finanza pubblica fissati nel trattato di Maastricht e nel patto di stabilità e crescita ha da sempre rappresentato un grande problema per i policy makers di turno. In uno scenario del genere, considerando che prima o poi la crisi finirà ma le necessità presenti prima della crisi potrebbero essere ancora più pressanti, per l'Italia il project financing ed il Partenariato Pubblico Privato non rappresentano solo uno strumento per contenere la spesa pubblica (nel caso di realizzazione di opere calde o tiepide) o per renderla più virtuosa (nel caso di opere fredde) ma anche un elemento che possa permettere un rilancio di tutto il sistema Paese, che permetta di dotarsi di

¹⁷ "Situazioni nelle quali le caratteristiche o le condizioni geologiche, geotecniche o idrogeologiche non previste in precedenza, nelle aree interessate dalle opere, possono provocare un ritardo nell'avanzamento del progetto o una costosa riprogettazione" (PAS Dolomiti, 2007)

¹⁸ "Rischio che si manifestino aumenti dei costi o diminuzione degli introiti per situazioni non imputabili ai soggetti privati concessionari, situazioni che alterino i presupposti e le condizioni di equilibrio economico-finanziario" (PAS Dolomiti, 2007)

¹⁹ Rischi inerenti la progettazione che si manifestano nella fase di realizzazione del progetto e che si distinguono in rischi generali di progetto (che permangono sempre, come ad esempio rischi burocratici, politici) e rischi progettuali connessi alla gestione economica dell'opera, come i rischi post-completamento. (PAS Dolomiti, 2007)

quelle infrastrutture necessarie a poter competere a livello globale, a snellire e semplificare una legislazione ancora troppo farraginoso al riguardo ed a risolvere un altro problema che, come l'alto debito pubblico, ci attanaglia da tempo e cioè l'incapacità di attrarre nel nostro paese un ammontare di investimenti esteri adeguati.

Bibliografia e webgrafia

- AA. VV. (2000), *Project Financing un manuale elementare*, Istituto Guglielmo Tagliacarne, Roma
- ANCI – POSTIT (2006), *Il project financing per la realizzazione di opere pubbliche. Alcune indicazioni per un corretto utilizzo da parte delle Amministrazioni Pubbliche*
- Angelini A. (2008), *Project Financing*, in Corso di Analisi Finanziaria, Università di Pisa
- AVCP, UTFP (2009), *Analisi delle tecniche di valutazione per la scelta del modello di realizzazione dell'intervento: il metodo del Public Sector Comparator e l'analisi del valore*
- Blasi L. (2007), *Il project financing* in www.campus.ice.gov.it
- CIPE - UTFP (2003), *Project Finance: Elementi introduttivi*
- CIPE – UTFP (2008), *PPP e PF: Gli aspetti economici*, in www.utfp.it
- Codice Civile
- Codice dei Contratti Pubblici
- Coletta A. (1999), *Project Financing nell'esperienza italiana*, in “Appalti, Urbanistica, Edilizia”, n.5
- Falini A: (2008), *Il Project financing. Vincoli ed opportunità nel settore sanitario*, Franco Angeli, Milano
- Ferrante G., Marasco P., UTFP (2008), *Lo studio di fattibilità non basta. Meglio fare anche il PPP test*, in Edilizia e Territorio n.3, Il Sole 24 Ore, Milano
- Ferrante G., Marasco P., UTFP (2008), *Banche da coinvolgere subito nella predisposizione del piano*, in Edilizia e Territorio n.47, Il Sole 24 Ore, Milano
- Floris A. (2003), *Linee storiche ed evolutive del project financing*, in www.diritto.it
- Gentile M. (2009), *Project Financing. la nuova disciplina. Guida Operativa*. Seconda edizione. Dei, Roma
- Germani A. (2005), *L'evoluzione del PF: ora i nodi sono la ripartizione dei rischi e le garanzie volute dalle banche*, in Edilizia e Territorio n.10, Il Sole 24 Ore, Milano
- Horvath G. e Pescarini G. (2008), *Corso introduttivo al project financing*, Dexia, Roma
- Legge Merloni e successive modificazioni intervenute
- Martiniello L. (2005), *Il calcolo del Public Sector Comparator nel settore dei trasporti stradali*, in Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale (RIREA), n. 36
- Mascolini A. (1998), *La Merloni/Ter. Commento alla nuova legge quadro sui lavori pubblici con il testo integrato alla Legge 109/94 (Merloni e s.m.i.)*, Carocci, Roma

Massari M., Zanetti L. (2007), *Valutazione*, Mc Graw Hill, Milano

Monti E. (2006), *Manuale di finanza per l'impresa*, ISEDI, Novara

Nevitt P. (1995), *Project Financing*, Sesta edizione, Euromoney, Londra

Partnership Victoria (2001), Technical Notes

PAS Dolomiti (2007), *Project Financing: 54 domande sul project financing*, in www.peraltrestrade.it

Prezioso M. (2008), *Il Project Finance per le infrastrutture e lo sviluppo*, LUISS/LSE

www.businessdictionary.it

www.giustizia-amministrativa.it

www.infopieffe.it

www.navigatorpf.com

www.projectsmonitor.com

Ringraziamenti

Ringrazio in modo particolare e sincero l'Università Luiss Guido Carli di Roma, i Professori ed i loro collaboratori che hanno contribuito alla mia crescita professionale ed umana, e tutto il personale universitario.

Un ringraziamento vivissimo al Prof. Ernesto Monti, alla Prof.ssa Mirta Musolino ed a tutti i collaboratori della Cattedra di Finanza Aziendale corso A della Luiss per il loro impegno e la loro continua dedizione all'attività di docenti, che hanno trasmesso la passione per un ambito scientifico così interessante.

Ringrazio la Dott.ssa Floriana Filippini ed il Dott. Giulio Horvath che mi hanno seguito con attenzione fornendomi utili consigli per la redazione della tesi e per l'intrapresa di un percorso formativo di fondamentale importanza.

Grazie al Dott. Massimiliano Pegorari ed ai suoi collaboratori per la preziosa opportunità professionale concessami nel corso del tirocinio.

Un grazie speciale ai miei colleghi ed ai miei coinquilini che mi hanno dovuto "sopportare" lungo il percorso di studi e con i quali ho condiviso momenti importanti di vita universitaria ed extra universitaria.

Grazie alla Maestra Suor Maria Lucia Santori che, dopo essere stata mia docente per cinque indimenticabili anni, continua ad essere un'insegnante di vita.

Il ringraziamento finale va ai miei genitori, ai miei fratelli, ai miei parenti ed amici più stretti che mi hanno sostenuto e sono stati fonte inesauribile di coraggio e voglia di fare nei momenti felici ed in quelli più difficili.