

INTRODUZIONE

L'esperienza compiuta nell'ultimo quinquennio mette in evidenza un buon successo della formula del *project financing* per le opere di piccola e media dimensione, mentre per gli investimenti infrastrutturali di maggiore rilievo è largamente maggioritario il ricorso ad altre modalità di realizzazione le quali, come nel caso del *General Contractor*, comportano ben maggiori oneri da parte della finanza pubblica.

L'affermazione di tale tendenza contraddice la necessità di contenere con decisione l'espansione del disavanzo di cassa del settore pubblico e di arrestare e ridurre la crescita del debito. Sotto questo profilo, se appare opportuno raggiungere in sede comunitaria un accordo mirante ad escludere gli investimenti dall'algoritmo di calcolo dei limiti di soglia del disavanzo rispetto al PIL, ancor più necessario è mettere in luce alcune delle possibili cause che ancora riducono le grandi potenzialità del *project financing* e, più in generale, una più ampia affermazione dei vari modelli di partenariato pubblico- privato.

Nel trascorso quinquennio l'Unità tecnica Finanza di Progetto (UFP) ha avuto modo di riscontrare come tali cause intervengano a diversi livelli, a partire dalle politiche economiche e dalle scelte di programmazione, per finire alla struttura e all'evoluzione del mercato, nonché, nell'ambito di quest'ultimo, al ruolo rivestito dalle imprese e dalle istituzioni finanziarie nei diversi settori.

La descrizione di tali cause è, invero, di particolare complessità ove si pensi che, in gran parte, esse attengono a talune grandi problematiche di "*governance*" della spesa pubblica i cui flussi, distribuendosi al di fuori dell'apparato centrale dello Stato, investono il sistema delle autonomie e una sfera molto ampia di soggetti operanti con statuto d'impresa nei settori dei servizi e delle grandi "*utilities*".

Il relativo insuccesso della finanza di progetto per le grandi opere è, per molti versi, una delle tante conseguenze della crescente complessità di definire e attuare un modello di spesa pubblica efficace ed efficiente in un ordinamento statuale nel quale prevalgono esigenze di differenziazione piuttosto che di unità e dove vincono, come nelle *"public utilities"*, logiche, pur legittime, di remunerazione degli azionisti a scapito di un maggior tasso di crescita degli investimenti.

In tale contesto che riguarda le politiche economiche, l'UFP avverte la necessità di segnalare alcuni temi di riflessione e di riforma che riguardano:

- A. La necessità di portare a compimento il progetto del controllo per cassa della spesa pubblica, affinché sia possibile offrire una maggiore certezza sull'andamento dei flussi futuri e con una più penetrante disaggregazione di quanto oggi non avvenga. La disponibilità dell'informazione sull'andamento effettivo della spesa offre di per se il vantaggio di una maggiore certezza sulla reale fattibilità dei grandi investimenti necessari per l'ammodernamento del Paese.
- B. La necessità di definire un quadro di programmazione a livello nazionale per le grandi opere al fine di meglio individuare le priorità e le possibili sinergie offerte da un sistema integrato, specie nel settore della mobilità delle persone e delle merci.
- C. L'urgenza di meglio finalizzare la struttura e l'evoluzione delle tariffe agli investimenti di ampliamento ed ammodernamento delle infrastrutture di rete. In tale quadro appare indifferibile la necessità di dar vita ad un apposita Autorità Regolatoria delle reti per la mobilità delle persone e delle merci, dove operano, in condizione di monopolio naturale, imprese private o ancora a prevalente capitale pubblico.

Una maggiore affidabilità delle risorse future e una programmazione a medio e lungo termine dei grandi investimenti possono offrire, insieme, un sostegno di grande rilievo ad un più ampio affermarsi della finanza di progetto.

Del pari, una politica tariffaria fortemente orientata allo stimolo degli investimenti può dare a tutti gli operatori maggiori certezze sui flussi di cassa che dovranno remunerare i capitali di rischio e di debito, a copertura degli attivi investiti, secondo i profili di rischio caratteristici di ciascun settore.

Quest'ultima considerazione permette di porre in evidenza le concause che, oltre le politiche economiche, possono fortemente ridurre le aspettative di un crescente impegno delle risorse private negli investimenti pubblici.

Esse si focalizzano in gran parte sul tema dei rischi che il mercato finanziario finisce per stimare eccessivi, allorché si tratti di concentrare gli impieghi su pochi grandi progetti.

Questo complesso fenomeno trae origine da elementi di natura strutturale quali:

- ✓ la mancanza di fondi specializzati nei diversi settori delle opere infrastrutturali che invece sono da tempo operanti in Europa e in USA.
- ✓ la troppo debole specializzazione del sistema bancario nazionale nel quale l'istituzione di "branch" dedicate al finanziamento delle infrastrutture è esperienza recente e ancor poco diffusa. A ciò devono aggiungersi le limitazioni di "rating" previste dagli accordi di Basilea che non hanno di norma indotto il sistema bancario a dar vita a finanziamenti in "pool" a favore delle imprese impegnate nella realizzazione delle opere. A ciò deve assommarsi la scarsa cultura tecnica che il sistema delle imprese mostra ancora di avere sul tema dell'analisi e gestione dei rischi nell'ambito della più ampia tematica del controllo di progetto per l'intero ciclo di vita. Su questo tema l'UFP, come si vedrà in seguito ha compiuto taluni approfondimenti con l'obiettivo di emettere linee guida per tutti gli utilizzatori interessati.

Concorrono ad aggravare questi elementi strutturali altri aspetti che sono radicalmente propri della genesi del *project financing* nell'esperienza italiana.

La realizzazione delle opere con le modalità della finanza di progetto è stata ed è ancora considerata come una delle diverse opzioni alternative alle forme tradizionali di realizzazione di opere pubbliche, quali l'appalto o, limitatamente alle opere della Legge Obiettivo, il *General Contractor*.

Non a caso anche sotto il profilo normativo il *project financing* è stato incluso nella disciplina degli appalti pubblici, come se di quest'ultima fosse uno dei diversi rami attuativi a disposizione degli operatori interessati. Gemmando nel solco della normativa sui lavori pubblici, il *project financing* ha avuto per naturali destinatari le imprese di costruzione che, al contrario, dovrebbero avere un ruolo subordinato al gestore dei servizi nell'ottica specifica della finanza di progetto.

Ciò ha finito per associare alla scarsa propensione del sistema bancario la relativa debolezza di un comparto imprenditoriale, quale quello delle imprese di costruzione, che è stato identificato come il principale protagonista del ciclo di vita dell'investimento e non già quale uno dei fornitori, anche se di grande rilievo, di una parte dello stesso, e non sempre di quella più importante.

E' stata, di conseguenza, posta nell'ombra la relazione più appropriata che il sistema bancario dovrebbe avere non già con le imprese di costruzione, ma con i soggetti gestori delle grandi *utilities* e dei servizi, reali responsabili del risultato di ritorno dell'investimento e generalmente provvisti di *cash-flow* ben più elevati e stabili di quelli del costruttore, idonei a fronteggiare il servizio del debito.

A tale distorsione, che l'UFP ha più volte segnalato in diverse sedi, si è tentato di porre rimedio suggerendo una opportuna interpretazione della legislazione vigente in un intenso e approfondito tentativo di adattamento delle disposizioni normative e della prassi alle esigenze di un modello operativo, quale quello della finanza di progetto che, nell'esperienza storica compiuta fuori dai confini nazionali, ha avuto assai scarse affinità con le diverse forme giuridiche di realizzazione di lavori pubblici.

Il più ampio diffondersi di una più diretta relazione tra finanziatori e gestori avrebbe il pregio di introdurre nel sistema innovazioni "virtuose" che potrebbero offrire risolutivi rimedi alle criticità riscontrate.

Basti osservare che i rischi associati alla costruzione diverrebbero, in tal caso, propri della mera relazione contrattuale tra committente privato-gestore e fornitore della costruzione, legati da un "virtuoso" conflitto di interessi: verrebbero in tal modo esclusi dal rapporto concessorio che si instaura tra il concedente pubblico e il concessionario gestore del servizio.

A quest'ultimo spetterebbe, in piena armonia con l'interesse pubblico, non soltanto il controllo tecnico-imprenditoriale sul rischio di fornitura, ma anche il più vasto tema del controllo del costo/qualità dell'opera, che verrebbe più agevolmente ottimizzato a vantaggio di un appropriato ritorno dell'investimento.

Proprio in coerenza con quest'auspicabile ipotesi, l'UFP ha più volte segnalato l'esigenza di una diversa allocazione del contributo in conto capitale che dovrebbe, in parte e possibilmente in tutto, essere erogato ad integrazione del cash-flow gestionale, in presenza di politiche tariffarie non allineate al mercato, ovvero di flussi di domanda insufficienti rispetto alle previsioni di fattibilità. Questa più efficiente allocazione del contributo avrebbe il vantaggio di una migliore "taratura" degli esborsi di finanza pubblica rispetto all'attuale sistema nel quale il contributo viene erogato a fronte di aspettative che, a scapito del rigore tecnico delle previsioni, risultano nella maggior parte dei casi smentite dalla realtà dell'evoluzione successiva.

L'aver considerato il *project financing* come una modalità di realizzazione di opere pubbliche alternativa all'appalto, ha comportato ulteriori distorsioni di non minore importanza di quelle già descritte.

Tra le più significative, l'UFP intende segnalare la mancanza di una metodologia univoca per la definizione del Piano triennale per le opere di competenza degli enti locali -piano che in molti casi ha assunto natura di mera procedura formale - e la carenza di un chiaro indirizzo diretto a favorire la

scelta del *project financing*, fin dalla prima ideazione progettuale, cioè dallo studio di pre-fattibilità.

Nel primo caso è da rilevare che gli enti locali, pur avendo raggiunto in non pochi casi un livello di cultura tecnico-economica più che adeguato per la predisposizione degli studi di fattibilità, generalmente non dispongono di un modello efficace per l'ottimale distribuzione delle risorse pubbliche disponibili tra le diverse esigenze di ammodernamento della dotazione infrastrutturale del rispettivo territorio.

Accade, quindi, che le scelte compiute non riflettano sempre l'obiettivo della massima valorizzazione delle risorse pubbliche (con un rapporto ottimale tra opere e risorse), né l'altrettanto importante esigenza di ricorrere, nel modo più ampio possibile, alla leva delle risorse private.

A tale riguardo l'UFP sta portando a termine lo studio di apposite linee guida che descrivono un modello di programmazione di possibile utilizzo da parte degli enti locali che intendano avvalersene.

Nel secondo caso, si vuole sottolineare come la scelta di procedere alla realizzazione delle opere con le modalità della finanza di progetto debba essere compiuta fin dall'avvio del percorso progettuale.

Ciò è di particolare rilievo in tutti i casi, ma lo è in particolare per le cosiddette "opere fredde" dove il *cash-flow* generato dalle attività caratteristiche, anche per esigenze di tariffazione "sociale", non è sufficiente al rimborso del servizio del debito.

In queste situazioni il progetto deve poter contare sui ricavi accessori, derivanti dallo sfruttamento di opportunità di valorizzazione del territorio, che lo stesso ente concedente può mettere a disposizione dell'operatore privato il quale, in mancanza, ben difficilmente si cimenterebbe in un'intrapresa di per se priva di economicità.

Di fronte alle segnalate criticità, l' UFP ha ritenuto di dar vita ad una strategia di stimolo e di sensibilizzazione nei confronti dei soggetti istituzionali che