

*Allegato II al numero 30 - Anno 2014*

**IL PROJECT FINANCING E GLI ALTRI ISTITUTI  
DEL PARTENARIATO PUBBLICO PRIVATO PER LA  
REALIZZAZIONE DELLE OPERE PUBBLICHE E DI  
PUBBLICA UTILITÀ IN ITALIA: PRINCIPI, SPUNTI E  
INDICAZIONI OPERATIVE**

S. Maiolo



## **Il *Project financing* e gli altri istituti del Partenariato Pubblico Privato per la realizzazione delle opere pubbliche e di pubblica utilità in Italia: principi, spunti e indicazioni operative**

### *Sommario*

Il processo per la realizzazione di un'opera pubblica, dettato dal lungo e complesso percorso innovativo del Codice dei Contratti (dalla prima Legge Quadro 109/94 al D.Lgs. 163/2006 e s.m.i.), ha reso sempre più stimolante il tentativo di coinvolgimento degli operatori privati, sia per il finanziamento, sia per la gestione di una nuova opera o il rilancio di un bene esistente. Le opere pubbliche e di pubblica utilità tuttavia vivono di delicati fasi: Coinvolgimento delle parti: sponsor (industriali e finanziari), banche, soggetto concedente, costruttori, gestori. Predisposizione ed elaborazione di uno studio di fattibilità. Costituzione di un veicolo societario ad hoc (SPV/newco) e stipula di patti parasociali. Accurate analisi (tecnica, legale, di mercato, assicurativa, fiscale,...) per l'individuazione e l'allocatione dei rischi. Negoziazione e stipulazione dei contratti di progetto (convenzione/contratto con il concedente, contratto di costruzione, contratto/i di gestione, contratti di manutenzione, contratto di finanziamento, ecc.). Tali passaggi sono necessari allo scopo di facilitare il perseguimento degli obiettivi di un progetto. L'approfondimento sullo strumento del *Project financing* e degli altri istituti del Partenariato Pubblico Privato (PPP), inserito nella presente Guida, intende proporre e facilitare l'approccio operativo ad alcuni dei su indicati aspetti, come parte integrante dei temi trattati nella Guida stessa. In particolare, si intende richiamare l'attenzione del management pubblico ad una specifica riflessione sul ruolo determinante della dimensione dell'investimento da mettere a gara con gli strumenti del PPP, attraverso logiche valutative di aggregazione verticale e/o integrazione orizzontale di più progetti, quali fattori in molti casi determinanti l'indirizzo di accettazione o di rigetto da parte del mercato e quindi di un concessionario, in merito alla scelta di investire.

### **Project financing and related schemes in Public-Private Partnership for public projects in Italy: principles, insights and practical solutions**

#### *Abstract*

The making of a public work, shaped by a winding legislative process which moved from the first Framework Law no. 109/94 to the so-called "Code of Contracts" (Legislative Decree no. 163/2006 as amended), made private participation increasingly challenging whether it involves funding, greenfield developing of a brand new project or refurbishing of an existing asset. Public works, however, have to balance the stakeholders' diverse interests (industrial and financial sponsors, banks, grantors, builders, operators) and endure numerous steps such as drafting of a feasibility study; establishing of a special purpose vehicle; enacting shareholders' agreements; identifying and allocating risks involved in the projects; contracts negotiation and signing. These steps are instrumental in achieving the project's ultimate target. By dwelling on project finance and other Public-Private Partnership (PPP) arrangements, this paper aims at clarifying and streamlining some of the intricacies mentioned above, while still having in mind some of the issues covered in the Guide. It sets out to draw public managers' attention to the fundamental issue of optimally sizing the project to be auctioned off under a PPP scheme. This is to be sought by carefully assessing the scope for vertical aggregation and/or horizontal integration of multiple smaller-size projects into a single one as a factor capable of bringing about the project acceptance or, conversely, its dismissal by market forces and, ultimately, to persuade a potential concessionaire to commit himself to invest in it.

*L'Allegato II è parte integrante del lavoro "Lo studio di fattibilità nei progetti locali realizzati in forma partenariale: una guida e uno strumento", ed è il risultato di un progetto di collaborazione inter-istituzionale avviata nella seconda metà del 2010 tra finanza, strutture tecniche centrali e del territorio, rispettivamente rappresentati dalla Cassa Depositi e Prestiti, dall'Unità di Valutazione degli Investimenti Pubblici (UVVAL) del Dipartimento per lo Sviluppo e la Coesione Economica (DPS) e dall'Unità Tecnica finanza di progetto (UTFP) del DIPE-PdCM e dalla Regione Toscana. In particolare il lavoro è stato curato da:*

- *Stefano Maiolo - Unità di valutazione degli investimenti pubblici DPS-UVVAL.*

*La Guida, l'applicativo e i due allegati sono disponibili sul sito: [www.dps.mef.gov.it/materialiuvval](http://www.dps.mef.gov.it/materialiuvval)*

*L'autore desidera ringraziare il Dr. Piero Atella, esperto in Project Financing, e il Dr. Piero Rubino, componente dell'UVVAL, per i preziosi e utili commenti ricevuti durante la stesura del lavoro. Errori e omissioni sono naturalmente da attribuire all'autore.*

*Un'opera pubblica è fatta per servire e non per stupire.  
Publio Valerio Publicola, VI secolo a.C.*

*L'autore dedica il lavoro alla figlia Jennifer Noemi Francesca.*

## INDICE

---

B.1	Introduzione	7
B.2	Il ciclo del progetto in una operazione di <i>Project financing</i>	10
B.3	Caratteristiche del <i>Project financing</i> e del PPP	15
B.4	Gli attori in una operazione di <i>Project financing</i>	20
B.5	La gestione dei rischi in una operazione di Finanza di progetto	23
B.6	Verso una maggiore massa critica dei progetti. L'integrazione orizzontale e l'aggregazione verticale dei "piccoli <i>project</i> "	27
B.7	Considerazioni finali	31
Appendice A:	Cenni sulla normativa comunitaria e nazionale in materia di investimenti pubblici, finanza di progetto e PPP	35
Appendice B:	Il PPP e le Politiche di Sviluppo e Coesione	39
	Bibliografia	43



## B.1 Introduzione

La Finanza di progetto (o *Project financing*, PF), e l'intero comparto degli istituti del PPP, rappresentano oggi uno strumento innovativo che in Italia viene diffuso per incentivare e sostenere la realizzazione di opere pubbliche e di pubblica utilità, mediante l'apporto di capitale privato.

Del volume complessivo di impegni di spesa in opere pubbliche appaltate nel biennio 2011-2012, a fronte del quale si registra un repentino calo del 21,7 per cento, passando dai 30,7 miliardi di euro del 2011 ai 24 del 2012, il valore delle operazioni in PPP rappresenta una porzione non indifferente della spesa infrastrutturale nazionale. Se agli inizi del decennio il peso del PPP, rispetto all'intero comparto delle opere pubbliche rappresentava una quota modesta di circa il 5 per cento, nel 2011 la quota di operazioni in PPP ha registrato un valore complessivo di 13,3 miliardi di euro, a fronte di un volume di 30 miliardi di euro di spesa in investimenti fissi lordi nello stesso periodo (circa un terzo degli investimenti in opere pubbliche). Per il *Project Financing* e gli altri istituti del PPP si è registrato un sensibile calo del 34,7 per cento nel 2012, rispetto all'anno precedente, con 8,7 miliardi di euro di lavori messi a gara.

In base ai dati presentati dall'Osservatorio Nazionale del *Project Financing*<sup>1</sup>, la contrazione è da attribuirsi principalmente alla limitata presenza di grandi opere messe a gara, tipicamente quelle di importo superiore a 50 milioni di euro da realizzare in PPP, che nel biennio 2011-2012 hanno registrato un crollo di circa il 40 per cento.

Sull'efficienza e/o sull'efficacia del PPP<sup>2</sup>, a fronte dei principali risultati raggiunti in oltre un decennio di attività, numerosi fonti (National Audit Office of PFI, 2008; ANCE, 2012) ne attribuiscono chiare evidenze: secondo il National Audit Office del Regno Unito, la costruzione di progetti in cui il costo per il settore pubblico è stato superiore al prezzo stabilito al momento del contratto è del 73 per cento nei casi di "non PFI" e del 22 per cento nel caso di PFI. La consegna del progetto, inoltre, in ritardo rispetto alle previsioni in fase di contratto, avviene nel 70 per cento dei casi nel "non PFI" e solo nel 24 per cento nel "PFI". Nel più recente lavoro dell'ANCE, emerge che per le opere comprese tra i 5 milioni e i 50 milioni di euro, se realizzati in PF, occorrono mediamente 4 anni e 9 mesi a fronte degli oltre 7 anni se realizzati con il tradizionale appalto di lavori pubblici. Per le operazioni di importo superiore a 50 milioni di euro, la divergenza è ancora più ampia: 7 anni per i casi in PF, oltre 11 anni negli altri casi.

---

<sup>1</sup> Il Partenariato Pubblico Privato in Italia nel 2012, Osservatorio Nazionale sul Project Financing, Cresme Europa Servizi, 2012.

<sup>2</sup> Non vi è per il PPP una rigida definizione di indicatori di efficacia e di efficienza, ma la letteratura analizzata evidenzia vari e possibili *proxy* attribuibili in tal senso.

Dall'elaborazione dei dati dell'Osservatorio nazionale sul *Project Financing* (Cresme, 2013) è stato possibile effettuare alcune analisi tra il numero di gare e il numero di aggiudicazioni di opere pubbliche e di pubblica utilità in PPP, in base a due fasce di importo: sotto i 5 milioni di euro e sopra tale importo<sup>3</sup>. Dalla Figura 1 emerge un quadro abbastanza chiaro: il decennio trascorso ha aperto una significativa e doppia forbice, sia per quanto riguarda il numero di progetti proposti, sia relativamente al tasso di mortalità degli stessi.<sup>4</sup>

Sul primo fenomeno si osserva che nel 2002 il numero di gare quasi coincide tra le opere cd. piccole e cd. grandi (rispettivamente 61 e 59). Nel 2012 le piccole opere messe a gara sono pari a 1.257, mentre le opere con importo oltre 5 milioni sono 127, appena il 10 per cento delle prime. Si consideri inoltre che per oltre 6.000 gare, nel decennio considerato, non è stato segnalato l'importo<sup>5</sup>. Analoga considerazione per l'aggiudicazione: nel 2002 si hanno 11 aggiudicazioni sotto 5 milioni di euro e 10 oltre tale importo. Nel 2012 la differenza è, rispettivamente, tra 288 e 95 gare aggiudicate.

Sul secondo fenomeno, riguardo l'efficacia degli strumenti di PPP, si può osservare, relativamente al periodo che va dalla pubblicazione di un bando di gara alla sua aggiudicazione, una forte dispersione di "risorse amministrative" per le gare di piccolo importo. Tale dispersione, analizzando i dati pubblicati nel rapporto sul PPP del 2012 dal Cresme, appare in costante crescita per tutto il decennio. Mentre per le opere di importo superiore ai 5 milioni di euro il tasso di "vitalità" è pari al 69 per cento (ottenuto come media ponderata, nel periodo 2002-2012, dal rapporto tra il numero di aggiudicazioni e il numero delle gare di ciascun anno osservato), per le piccole opere tale valore e risultano mediamente pari al 23 per cento.

---

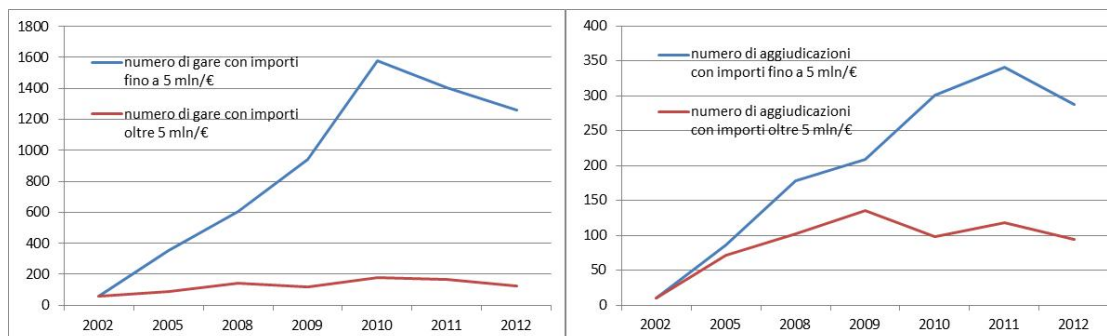
<sup>3</sup> La scelta di adoperare nell'importo di 5 milioni di euro la separazione di analisi non è casuale: sotto tale limite si ha una consistente numerosità di iniziative in PPP in Italia, sebbene la BEI non considera le iniziative fino a tale valore come PPP (ANCE, 2012, pag. 25).

<sup>4</sup> La crisi economica e il sempre più stringente vincolo del Patto di Stabilità interno imposto agli Enti locali, riflettono il drastico calo del numero di gare avvenuto nel triennio 2010-2012, sia per i piccoli, sia per i medio-grandi interventi programmati, rispettivamente del 20 per cento e del 28 per cento.

<sup>5</sup> Soltanto dal 2011 al 2012 vi è un salto del 62 per cento di questa tipologia, dove il numero di gare con importo non segnalato passa da 943 a 1.524. Questo fenomeno comunque appare classificabile, per una buona parte, nella fascia di opere di piccolo importo, trattandosi di affidamento di gare di concessione di servizi (in particolare gestione impianti sportivi), gare di concessione del diritto di superficie su aree ed edifici pubblici (soprattutto per la realizzazione di impianti fotovoltaici).



**Figura B.1 L'evoluzione dimensionale delle opere e l'efficacia del PPP in Italia nel decennio 2002 - 2012**



Fonte: elaborazioni DPS-UVAL su dati Cresme (2013), al netto del numero di gare e aggiudicazioni con importo non segnalato.

Dalla fase di aggiudicazione l'ulteriore passaggio critico è quello del *closing finanziario*, con la stipula del contratto di finanziamento tra il concessionario e la banca (o *pool* di banche) finanziatrice. Anche in tal caso le statistiche del Cresme consentono di trarre le dovute conclusioni: oltre il 25 per cento delle aggiudicazioni non arriva al *cd. closing*.

Oltre alla presente premessa, il lavoro intende offrire alcuni spunti di riflessione per il *management* pubblico ed introdurre un ragionamento su alcune questioni rilevanti dei fattori di rischio e di successo per realizzare un intervento con gli strumenti del PPP. Nel secondo paragrafo vengono analizzate le principali fasi del ciclo di vita di un *Project financing*: dall'individuazione dell'idea alla formulazione dello studio di fattibilità, quindi l'individuazione delle fonti di copertura finanziaria fino alla realizzazione e collaudo dell'opera con la successiva entrata in esercizio.

Il terzo paragrafo contiene le principali caratteristiche del *Project financing* e degli altri istituti del PPP. Il quarto paragrafo contiene una analisi sui vari e possibili attori e il loro ruolo in una operazione di PPP. Nel quinto paragrafo viene riportata una sintesi dei principali riferimenti normativi in Italia sulla Finanza di progetto. Il sesto paragrafo mette in evidenza l'importante e delicato ruolo della gestione dei rischi in una operazione di PPP. Il settimo paragrafo contiene, in armonia con la trattazione degli argomenti di cui ai precedenti paragrafi, una proposta rivolta al *management* degli enti locali di porre maggiore attenzione all'analisi di fattibilità di un progetto, con particolare riferimento alla scelta dimensionale dell'investimento in fase di analisi di fattibilità. Infine, nelle conclusioni, alcune considerazioni e indicazioni operative, estrapolate dagli odierni indirizzi assunti dagli strumenti e istituti del PPP in Italia e in ambito internazionale.

## **B.2 Il ciclo del progetto in una operazione di *Project financing***

Un'operazione di *Project financing*, vista nella sua interezza, implica lo svolgimento di specifiche attività. Queste ultime, dando vita al cd. ciclo di vita della Finanza di progetto, possono essere distinte in diverse fasi:

- a. individuazione e formulazione dell'intervento;
- b. definizione e ricerca delle fonti di finanziamento;
- c. costruzione dell'opera;
- d. gestione del progetto.

### ***Individuazione e formulazione dell'intervento***

L'individuazione precede l'attività della formulazione, ma è ad essa spesso interrelata in quanto alcune attività (presentazione dell'idea progettuale, identificazione dei promotori, ecc.) sono presenti in entrambe le fasi. L'individuazione di un progetto, più in particolare, comprende le seguenti attività:

- Identificazione dell'opportunità d'investimento, cd. "pre-fattibilità". Attraverso l'elaborazione di una scheda tecnica, viene descritta l'idea progettuale, accompagnata dall'analisi delle alternative, mettendo in evidenza i punti di forza e di debolezza del progetto, le minacce e le opportunità dell'ambiente di riferimento e del territorio di ubicazione dell'intervento;
- Analisi delle alternative, selezione preliminare e preparazione del progetto (studio di fattibilità): questa attività rappresenta un'articolazione della scheda sintetica e ha lo scopo di analizzare tutti gli aspetti tecnici, sociali, ambientali del progetto. Fanno parte integrante di questa fase e finalizzate alla stesura del progetto definitivo ed esecutivo (ai sensi del D.Lgs 163/2006 e successive modificazioni), a cura dei promotori, le seguenti attività:
  - Identificare il progetto,
  - Verificare la sua fattibilità,
  - Selezionare gli sponsors,
  - Acquisire le autorizzazioni alla costruzione e alla gestione,
  - Definire i contratti da stipulare con in soggetti coinvolti,
  - Pianificare il fabbisogno finanziario.

- Valutazione del progetto (*appraisal report*) e decisioni di investimento. È l'aspetto sicuramente più delicato della prima fase, in quanto presuppone l'indirizzo decisionale del progetto: accettazione o rigetto. Insito in tale fase, infatti, vi è il cd. salto di irreversibilità, per cui una volta intrapresa, ogni decisione non sarà priva di un certo costo. Diventa, pertanto, importante, condurre in modo obiettivo ed efficace, una analisi costi-benefici del progetto.
- Durata della concessione. Di norma la concessione ha una durata non superiore a 30 anni (comma 6, art. 143, D.Lgs. 163/2006 e s.m.i.), periodo entro il quale l'esito della valutazione dovrà indicare le modalità di ritorno dell'investimento da realizzare. Il periodo concessorio potrà essere comunque maggiore qualora, rispetto all'importo dei lavori e ai rischi collegati all'operazione, la stazione appaltante ne stabilisca una estensione, dandone motivata ragione al fine di garantire il perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario degli investimenti<sup>6</sup>.

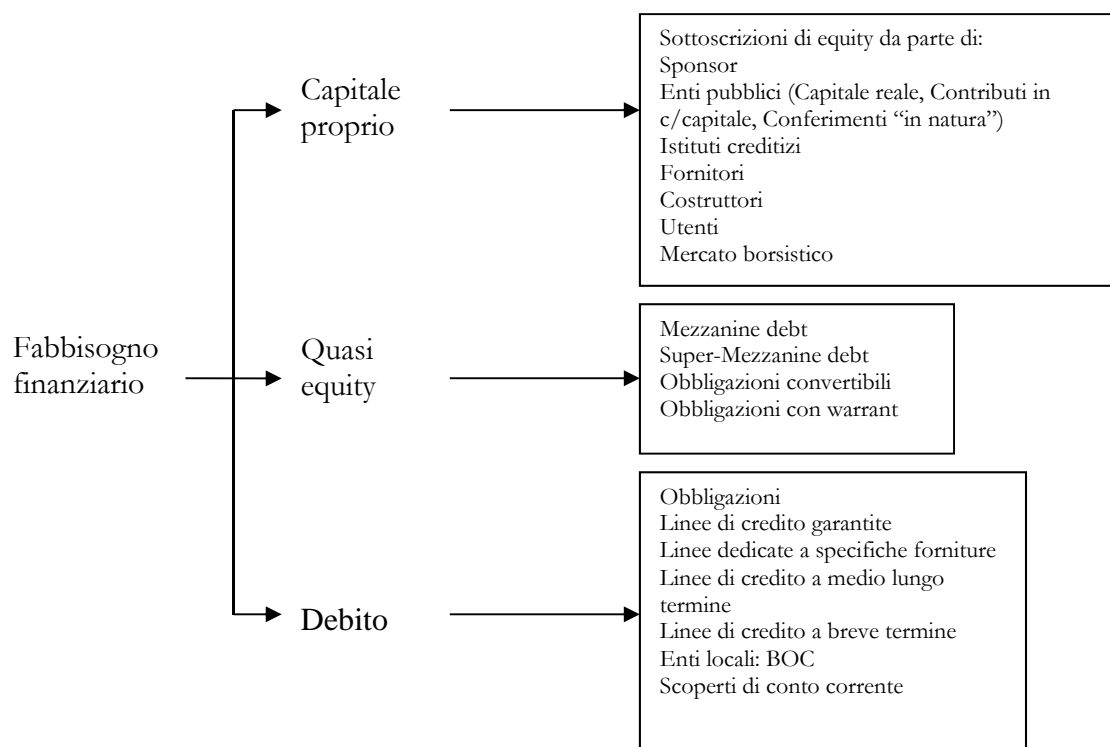
### ***Fonti di finanziamento***

Il problema della copertura finanziaria di un'opera pubblica deriva dal fatto che i flussi di cassa negativi si concentrano quasi interamente nella prima fase di vita dell'opera (fase della sua promozione, progettazione e realizzazione), mentre i flussi di cassa positivi sono differiti alla fase successiva (fase di gestione e sfruttamento economico). Questo differimento comporta un investimento iniziale che, deve trovare fin dall'inizio opportune forme di copertura (Figura B.2).

---

<sup>6</sup> Per le nuove concessioni di importo superiore ad un miliardo di euro, la durata della concessione può essere stabilita fino a 50 anni (comma 8, art. 143, D.Lgs. 163/2006 e s.m.i.). Percorso analogo sull'estensione della durata della concessione si ha con il DL 95/2012, dove nell'ambito delle politiche di razionalizzazione del patrimonio pubblico (art. 3) il legislatore ha previsto anche un'estensione a 50 anni della stessa. Notevoli passi in avanti, al fine di consolidare la stabilità temporale e l'equilibrio economico-finanziario conseguenziale ad un investimento, si stanno effettuando, inoltre, verso una concessione del diritto di superficie (sia per nuove opere, sia per investimenti su opere già esistenti) estendibile fino a 99 anni. In quest'ultimo caso potranno coesistere anche più regimi concessori: una "concessione principale" oggetto specifico del PPP, ed una "concessione accessoria", per lo sfruttamento economico di un'altra intrapresa in qualche modo legata funzionalmente alla prima; particolare attenzione andrà però dedicata alle possibili attività immobiliari a finalità speculative.

**Figura B.2 Le fonti di copertura finanziarie degli investimenti**



Le principali componenti del capitale investito nella realizzazione dell'opera, che devono trovare una immediata copertura finanziaria sono:

- immobilizzazioni materiali, immateriali e finanziarie;
- capitale circolante (disponibilità liquide, rimanenze di materie prime e materiali, crediti verso l'erario dovuti per il pagamento dell'IVA, crediti verso società coinvolte nell'operazione).

A parte i contributi pubblici in conto capitale, che non ricevono una remunerazione, la possibilità di raccogliere le altre forme di copertura dei flussi finanziari negativi nella fase di realizzazione dipende dalle prospettive reddituali e finanziarie della successiva fase di sfruttamento economico dell'opera. Quanto maggiori, e quanto più certi, sono i flussi positivi prospettici della fase di gestione, tanto più facile sarà acquisire le fonti di copertura degli investimenti, in quanto ai prestatori di fondi vengono prospettate valide opportunità di restituzione e remunerazione del capitale da essi investito.

La definizione del rapporto ottimale tra indebitamento e capitale proprio è fortemente legata al grado di rischio del progetto. Non esistono regole semplici ed univoche per determinare il rapporto ottimale tra debiti e mezzi propri per la realizzazione e gestione di una opera pubblica tramite il PF. Nella scelta del rapporto tra debiti e mezzi propri bisogna considerare la natura del progetto: se presenta una tecnologia innovativa, occorre un apporto in termini di capitale proprio maggiore poiché il rischio di dissesto potrebbe essere elevato; in caso di progetto inserito in un contesto “tradizionale”, potrà essere maggiore il ricorso all'indebitamento; tale situazione può avvenire qualora il costruttore partecipi anche in qualità di socio della Società di Progetto (Special Purpose Vehicle, anche SPV), ma decida di uscirne una volta completata l'opera (cd. opzione di *way out*).

Al fine di agevolare l'incontro tra concessionario e finanziatore, potrebbe rappresentare una buona prassi per l'Ente concedente di attivare con una o più banche delle “convenzioni”, aventi per oggetto sia migliori condizioni di accesso al finanziamento (tassi agevolati, minori costi di gestione dell'operazione di finanziamento, ecc.), nonché promuovere nei confronti della stessa banca, sia una conoscenza del territorio sia soprattutto del progetto specifico che la stessa stazione appaltante ha in programma di avviare<sup>7</sup>.

### ***Realizzazione e collaudo (completion tests)***

La costruzione di una opera di pubblica utilità presuppone l'affidamento al contraente mediante le forme previste: gara di concessione (con procedura aperta o ristretta) ovvero procedura del promotore (*ex* 31-bis L. 109/1994, ora Artt. 152 e segg. del D.Lgs 163/2006) e successiva gara a procedura negoziata; queste forme sono scelte sulla base di specifiche motivazioni da parte del responsabile del procedimento dell'Ente dove l'intervento viene realizzato.

La fase di maggiore criticità avviene, in effetti, durante la costruzione, in quanto sono richieste le maggiori disponibilità finanziarie. A tal riguardo, la Merloni-quater (con modifiche apportate dall'articolo 7 delle L. 166/2002 alla 109/1994) ha ben previsto, in caso di contribuzione pubblica, il versamento anche in una unica soluzione già nella fase di inizio lavori, sia sotto forma di liquidità, sia a titolo di conferimento di beni in natura.

---

<sup>7</sup> Il Dl. 69/2013 (cd. Decreto del fare), ha inserito, nell'art. 144 del D.Lgs. 163/2006, la facoltà per il concedente di prevedere nel bando, che l'offerta sia corredata da una dichiarazione sottoscritta da uno o più istituti di credito di manifestazione di interesse a finanziare l'operazione, a sua volta collegata allo schema di contratto e del piano economico finanziario elaborato dal concessionario. Tale manifestazione non è naturalmente vincolante per un finanziatore, sebbene potrà rappresentare una importante espressione di affiancamento positivo al progetto da parte dello stesso.

Il collaudo ha lo scopo di verificare e certificare che l'opera sia stata eseguita secondo il progetto e in conformità del contratto affidato dallo SPV al costruttore.

### ***Gestione***

Una volta completata, l'opera potrà iniziare a maturare i proventi alla base dei quali è stata ottenuta una positiva valutazione della bancabilità, ovvero il progetto inizia a generare il *cash flow* per remunerare:

- costi operativi (materie prime, costi ordinari e di manutenzione, ecc.)
- servizio del debito: quota capitale e interessi,
- imposte,
- riserve,
- accantonamenti,
- dividendi.

Particolare importanza hanno i termini previsti nello studio di fattibilità sulle modalità di affidamento dalla SPV al soggetto gestore: in molti casi le figure possono coincidere con un unico soggetto.

### B.3 Caratteristiche del *Project financing* e del PPP

Nel complesso e articolato disegno con cui viene implementato, è possibile individuare una duplice definizione, economica e giuridica.

Dal punto di vista economico, il *Project financing* rappresenta una metodologia di finanziamento di un'iniziativa di investimento, realizzata attraverso la costituzione di una specifica società di progetto. La società è valutata dai finanziatori per la sua capacità di generare ricavi, oltre che sull'affidabilità e sulla solidità economica dei promotori. Hanno particolare rilievo i *flussi di cassa* connessi alla gestione delle opere realizzate, in quanto costituiscono la fonte principale per il rimborso e la remunerazione del capitale di rischio.

In termini giuridici, il PF può essere definito, in base alla normativa in vigore<sup>8</sup>, come la procedura con la quale un soggetto privato propone alla Pubblica Amministrazione competente la realizzazione di un'opera pubblica con lo strumento contrattuale della concessione, presentando un'offerta contrattuale corredata da un progetto preliminare. La concessione di lavori pubblici, a sua volta, può essere così definita: il contratto con il quale un soggetto privato assume l'obbligo di realizzare un'opera pubblica a fronte del diritto di gestire la stessa o a fronte di tale diritto accompagnato da un prezzo.

Il *Project financing* e le sue logiche fondamentali hanno avuto effetti rivoluzionari sull'apparato teorico dell'economia aziendale e della *teoria del credito*. Secondo la teoria economica il presupposto alla base del credito è il *principio dell'unitarietà*: non è possibile, cioè, separare le diverse operazioni di indebitamento di un soggetto aziendale (cd. corporate). Con il *Project financing*, al contrario, si ha la possibilità di creare un'operazione di credito finalizzata ad un determinato obiettivo e garantita dal raggiungimento dell'obiettivo stesso (Scandizzo, 2000).

In effetti è nel termine del carattere finanziario, attraverso la quale si ottiene la garanzia di recupero di un finanziamento attraverso il reddito dell'opera finanziata, che si distingue il PF. Un finanziamento può essere “*project*” oppure “*corporate*”. Il finanziamento “*project*” è un prestito di scopo, tendenzialmente senza rivalsa (cd. *no recourse*) e deve essere conseguito necessariamente attraverso una società di progetto appositamente costituita.

---

<sup>8</sup> La normativa italiana sulla finanza di progetto vedeva come riferimento la L. 109/1994, cd. Legge Merloni. Successivamente, sono state emanate nuove norme in materia; con il III Decreto correttivo del Codice dei Contratti contenuto nel D.Lgs 163/06 (e s.m.i. fino alle modifiche apportate con il cd. Decreto “Crescita Bis” n.179/2012), che, a partire dalla sua entrata in vigore, assorbe e sostituisce la L. 109/1994, si apre una nuova strada regolamentare sul *Project Financing* e sugli altri istituti del PPP.

Il PF si poggia su specifiche caratteristiche, che lo differenziano dagli altri strumenti tipicamente utilizzati per finanziare le opere di pubblica utilità e dalle definizioni su date possono emergere diversi elementi. Il *primo* aspetto è quello della creazione di una società di progetto, *special purpose vehicle* (SPV), di cui se ne parlerà anche nel paragrafo successivo, che abbia come oggetto sociale esclusivo la realizzazione e la gestione dell'iniziativa.

Il *secondo* aspetto che emerge dalla definizione è quello di *project management* (gestione). Spesso la Spv svolge questa complessa attività imprenditoriale sulla base di una concessione di costruzione e gestione ottenuta da un committente pubblico attraverso una gara.

Il *terzo* elemento che si ricava dalla definizione è quello del *piano economico e finanziario* (PEF) del progetto. Il finanziamento viene erogato dalle istituzioni finanziarie sulla base dei flussi di cassa attesi generati dall'investimento dopo aver "asseverato" il PEF. A tal uopo è necessario fare una distinzione importante ai fini dell'analisi costi-benefici, tra opere fredde e opere calde.

Sono opere fredde (o senza rilevanza imprenditoriale) quelle opere di rilevante interesse pubblico che non possono essere realizzate né con metodi tradizionali, per mancanza di fondi pubblici, né col solo intervento dei privati in quanto i costi complessivi di costruzione e gestione sono superiori ai ricavi prospettici ottenibili attraverso tariffe applicabili nella fase del loro eventuale sfruttamento economico. Ad esse non è dunque applicabile lo schema del *Project financing* puro, che prevede il finanziamento dei progetti solo attraverso gli introiti della fase di gestione senza l'intervento da parte dello Stato. Nelle opere fredde l'intervento pubblico insieme a quello privato garantisce che le tariffe siano mantenute ad un livello socialmente accettabile e che l'opera sia comunque realizzata. L'intervento pubblico può avvenire in modi differenti in funzione della natura del problema, vale a dire, sotto forma di: contributi in conto capitale, finanziamenti agevolati, garanzia ai debiti contratti dalla società privata di *Project financing*. In ogni caso l'intervento pubblico non pregiudica lo strumento del PF in quanto trasferisce al settore privato parte dei costi e dei rischi dei progetti, di conseguenza lo rende applicabile ad opere il cui onere ricadrebbe interamente sullo Stato. Esempi di opere fredde sono strade, fognature, ospedali e case di cura, illuminazione stradale, parchi pubblici, carceri.

Sono *opere calde* quelle opere che hanno una elevata valenza imprenditoriale, sono in grado di generare consistenti flussi di cassa positivi nella fase di gestione e non necessitano, pertanto, in toto o nella quasi totalità, dell'intervento della finanza pubblica. In alcuni casi è necessario l'intervento pubblico per garantire il reale impegno delle Amministrazioni di sostenere l'opera da realizzare. Si tratta di opere infrastrutturali di grandi dimensioni e di rilevanza nazionale (per es.: autostrade) caratterizzate da un



elevato grado di incertezza e, quindi, di rischio nei confronti dei finanziatori (si parla in tali casi anche di *opere tiepide*). In altri casi è necessario l'intervento pubblico per affiancare la SPV nello sviluppo progettuale, in settori particolarmente sensibili anche all'evoluzione della relativa normativa (per es.: impianti di cogenerazione di energia, porti turistici in aree demaniali). Una possibile classificazione delle opere in funzione della tipologia sopra descritta è rappresentata nella Figura B.3

**Figura B.3** Caratteristiche del PPP per settore di applicazione

TIPOLOGIE DI OPERE REALIZZABILI MEDIANTE FORME DI PARTENARIATO PUBBLICO PRIVATO	OPERE CALDE/FREDDE
PARCHEGGI	CALDE o TIEPIDE
PORTI TURISTICI	CALDE o TIEPIDE
AEROPORTI	CALDE o TIEPIDE
RESIDENZE STUDENTESCHE	CALDE o TIEPIDE
MERCATI LOCALI	CALDE o TIEPIDE
IMPIANTI SPORTIVI + STADI	CALDE o TIEPIDE
CIMITERI	CALDE o TIEPIDE
POLI FIERISTICI - CENTRI CONGRESSI - DIREZIONALE	CALDE o TIEPIDE
INSEDIAMENTI INDUSTRIALI (Piani isediam. produttivi)	CALDE o TIEPIDE
RESIDENZE SANITARIE PER ANZIANI	CALDE o TIEPIDE
IMPIANTI ENERGETICI	CALDE o TIEPIDE
STRADE PONTI E TUNNEL (viabilità a pedaggio)	CALDE o TIEPIDE
ASILI NIDO	TIEPIDE
MUSEI e BENI CULTURALI	TIEPIDE
INTERPORTI	TIEPIDE
METROPOLITANE	TIEPIDE
RETI ED IMPIANTI IDRICI	TIEPIDE o FREDDE
SMALTIMENTO RSU	TIEPIDE o FREDDE
SCUOLE E UNIVERSITA'	FREDDE
EDILIZIA OSPEDALIERA	FREDDE
PARCHI E VERDE PUBBLICO	FREDDE
UFFICI PUBBLICI	FREDDE
CASERME	FREDDE
EDILIZIA CARCERARIA	FREDDE

**OPERE CALDE** - Opere ad alto rendimento generalmente realizzate a totale carico di soggetti privati e che offrono il proprio servizio direttamente agli utenti finali.

**OPERE TIEPIDE** - Opere che generalmente prevedono una tariffazione a carico di utenti finali, ma che in parte possono prevedere contributi pubblici in conto capitale a carico delle Amministrazioni pubbliche per il raggiungimento dell'equilibrio economico finanziario delle operazioni, e/o un contributo in conto gestione per alcune tipologie di opere particolarmente onerose ad elevato impatto e valenza pubblica.

**OPERE FREDDE** - Opere che per complessità, entità dell'investimento e tipologia di servizi offerti prevedono un forte contributo pubblico da parte delle stazioni appaltanti ed un rendimento limitato. Si tratta di infrastrutture che in prevalenza svolgono la propria attività in favore delle pubbliche amministrazioni e che solo in parte possono prevedere ricavi generati da servizi offerti direttamente ad utenti privati e clienti finali.

Fonte: A.C.E.N. (2012).

Il finanziamento "*project*" è una pratica che sta diventando usuale per le Pubbliche Amministrazioni soprattutto nell'ultimo decennio e sono ancora più ricorrenti per i contraenti della Pubblica Amministrazione gli altri istituti cosiddetti di Partenariato Pubblico Privato.

Le iniziative di PPP nascono per favorire e promuovere la realizzazione di un progetto attraverso la partecipazione e l'assunzione di responsabilità (opportunità e rischi) da parte sia di soggetti pubblici (Pubblica Amministrazione, Stato, Regioni, Autonomie locali), sia soggetti privati (associazioni, fondazioni, banche di affari, persone fisiche). Il mercato del PPP è composto da una varietà di applicazioni. Non solo *Project financing*, ma

anche concessioni, ricerca di *partners* nella costruzione di nuove società finalizzate alla realizzazione di specifici interventi (urbani, imprenditoriali), attraverso la collaborazione dei privati a diversi livelli: finanziari, gestionali, di fornitura.

Il D. Lgs. 152/2008 (III Correttivo al Codice dei Contratti) definisce il PPP nel seguente modo: “Ai fini del presente codice, i contratti di partenariato pubblico privato sono contratti aventi per oggetto una o più prestazioni quali la progettazione, la costruzione, la gestione o la manutenzione di un’opera pubblica o di pubblica utilità, oppure la fornitura di un servizio, compreso in ogni caso il finanziamento totale o parziale a carico di privati, anche in forme diverse, di tali prestazioni, con allocazione dei rischi ai sensi delle prescrizioni e degli indirizzi comunitari vigenti. [...] Alle operazioni di partenariato pubblico privato si applicano i contenuti delle decisioni Eurostat” (art. 3, c. 15-ter).

Il problema del coinvolgimento dei privati nei progetti pubblici è stato introdotto nel Regno Unito in maniera molto più incisiva che in Italia, già dai primi anni Novanta. Il primo obiettivo è stato quello di creare le condizioni giuridiche, istituzionali e culturali, che rappresentano il presupposto di un nuovo sistema di relazioni tra amministrazione e privati. Questa impostazione ha consentito non solo la realizzazione di alcuni importanti progetti (il primo, sicuramente per dimensione, può essere considerato il Tunnel sotto la Manica), ma anche la definizione di procedure innovative che modificano le modalità di collaborazione tra pubblico e privati nell'erogazione di servizi pubblici. L'insediamento del governo conservatore della Thatcher ha determinato una ridefinizione radicale del ruolo del soggetto pubblico e di quello dei privati, costringendo la pubblica amministrazione a rinunciare ad aree di attività interessanti sotto il profilo reddituale e a lasciare uno spazio maggiore alle capacità e alle iniziative degli operatori privati. Questo processo si è articolato lungo tre direttrici principali: la privatizzazione delle maggiori aziende pubbliche, l'introduzione su larga scala del *contracting out* di certi servizi, il lancio del *Project financing*. Quest'ultima consiste nell'elaborazione di nuove procedure e strutture contrattuali che coinvolgono la pubblica amministrazione come cliente, acquirente e controllore di servizi pubblici e i soggetti privati nel ruolo di progettisti, costruttori, finanziatori e gestori di servizi e infrastrutture pubbliche. Questa vasta operazione ha interessato la Pubblica amministrazione sia nei livelli centrali, sia locale.

La motivazione principale dell'esigenza di un maggiore coinvolgimento dei soggetti privati non era legato allo stallo degli investimenti pubblici infrastrutturali o al riequilibrio dei conti pubblici, ma alla consapevolezza della superiorità del mercato come meccanismo decisionale e delle capacità gestionali del soggetto privato rispetto a quello pubblico. L'attenzione fu concentrata non tanto sulle fonti di finanziamento quanto sulle sue qualità, il ruolo centrale venne dato alla progettazione non solo tecnica ma anche economica, finanziaria e gestionale.

Anche in Italia si stanno comunque diffondendo attività volte al sostegno del PPP. Sono stati creati tre organismi che a vario titolo perseguono l'obiettivo di promuovere la finanza di progetto e il partenariato pubblico-privato: l'Unità Tecnica di Finanza di Progetto (UTFP), attiva dal 2000, è il soggetto istituzionale della Presidenza del Consiglio dei Ministri; il Comitato per la Promozione del Partenariato Pubblico-Privato e l'Osservatorio Nazionale sul *Project financing*, entrambi promossi dal Ministero dell'economia e Finanze, Unità Tecnica Finanza di Progetto, Unioncamere e altri Enti. Questi organismi hanno lo scopo di diffondere, attraverso la raccolta, la discussione e l'analisi di casi pratici – *best practices*, la cultura del PPP<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Maggiori informazioni si possono avere attraverso la consultazione dell'apposito sito web: [www.infopieffe.it](http://www.infopieffe.it).

#### B.4 Gli attori in una operazione di *Project financing*

Un'operazione di PF è costituita da una numerosa platea di attori, data la complessità dello strumento e delle caratteristiche che lo costituiscono. Finalizzata a chiudere ogni possibile fonte di rischio (tecnico-economico-normativo), ciascun attore coinvolto nella finanza di progetto ha specifici ruoli e responsabilità. Di seguito si riporta un elenco delle possibili figure coinvolte:

1. Società di progetto o special purpose vehicle (SPV);
2. Società sponsor o *promotori*;
3. Banche finanziatrici, altri finanziatori, mercati finanziari;
4. Istituzioni pubbliche;
5. Controparti commerciali: fornitori, costruttori o *main contractor*, acquirenti potenziali dell'output del progetto;
6. Società di servizi: agenzie di rating, società (studi) di progettazione e ingegneria, consulenti finanziari e legali.

La società di progetto (*Special Purpose Vehicle*) permette di determinare la separazione giuridica ed economica del progetto rispetto alle attività dei promotori. La forma giuridica che assume può variare, ma sua caratteristica peculiare è la *responsabilità limitata*. A parte il ruolo operativo, la *Special Purpose Vehicle* è quasi sempre il debitore nell'operazione di *Project financing*<sup>10</sup>. Vi sono, però dei casi in cui il debitore è un soggetto giuridico diverso, per offrire maggiori garanzie ai finanziatori: si tratta del *Trustee borrowing vehicle (TVB)* o del *Security trustee*. Il *Trustee borrowing vehicle* riceve in prestito i fondi, provvede ai pagamenti dovuti dalla SPV ed è titolare dei ricavi. Nel caso del *Security trustee* è, invece, la società di progetto a ricevere il finanziamento e ad effettuare i pagamenti, mentre il *Security trustee* può avere un titolo di pegno sui ricavi.

I promotori sono i soggetti a cui compete la gestione imprenditoriale dell'iniziativa, e/o sono primariamente interessati alla realizzazione del progetto. Essi non sono necessariamente coloro che hanno avuto l'idea del progetto, ma coloro che lo strutturano dal punto di vista tecnico, giuridico, operativo e finanziario, ne promuovono l'attuazione, seguendone lo sviluppo dalla fase progettuale a quella della gestione operativa e commerciale delle opere realizzate (*project manager*) e che apportano il capitale di rischio e le altre risorse necessarie alla realizzazione del progetto stesso. Spesso rappresentano lo *SPV*. Generalmente si tratta di un gruppo di imprese raggruppate in

---

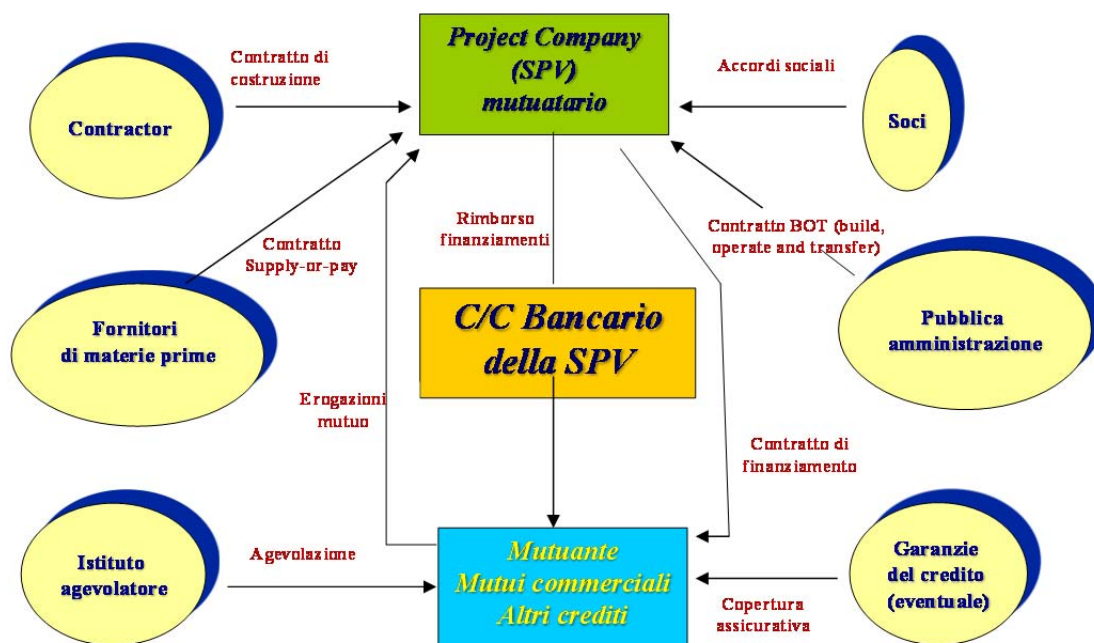
<sup>10</sup> L'art. 156 del Codice dei Contratti prevede l'obbligatorietà della presenza di una società concessionaria e un bando di gara può anche stabilire che questa sia di nuova costituzione.

joint-venture che versano il capitale di rischio della *società di progetto*, danno vita ad un progetto, nel settore specifico in cui operano e si candidano alla sua realizzazione, per sviluppare ulteriormente la propria attività. È centrale la figura consulenziale esterna del *financial advisor*. Anche soggetti pubblici, però, possono partecipare come promotori alla realizzazione di un progetto. La loro partecipazione può essere prevista, con le relative condizioni, nel bando di gara, come elemento essenziale del progetto o anche come forma di sostegno. Questo spiega perché i finanziatori pongano un'attenzione tanto accurata alla valutazione professionale dei promotori.

Le Banche, i finanziatori hanno il ruolo di finanziare il progetto. Inoltre è importante sottolineare che le istituzioni finanziarie spesso ricoprono anche ruoli diversi da quello di finanziatori. La prima figura di finanziatore è quella dell'*arranger*. Si tratta dell'istituto o degli istituti che organizzano il prestito. Da un lato si accordano con i *promotori* ed il *financial advisor* sull'importo e sulle condizioni contrattuali del finanziamento, dall'altro si occupano di negoziare il finanziamento sul mercato, creando un *pool* di finanziatori. Si impegnano, comunque, a sottoscrivere direttamente un certo ammontare che viene ridotto solo se l'adesione complessiva al finanziamento supera l'importo richiesto. Generalmente il procedimento seguito è quello dell'*underwriting*. L'*underwriting* è il processo di sottoscrizione dei finanziamenti, da parte di uno o più istituti prima della sindacazione e della firma della relativa documentazione. Si tratta di un impegno legale sulla base di condizioni concordate tra le parti, contenute in un documento chiamato *term-sheet*.

Le autorità pubbliche possono intervenire in diversi modi in un progetto finanziato con ricorso al *Project financing*. Il caso più tipico è quello dell'ipotesi di un bando di gara per l'aggiudicazione di una concessione di costruzione e gestione dell'opera. In questo ambito può essere previsto un sostegno pubblico al progetto. Se un soggetto pubblico desidera sviluppare una determinata iniziativa, viene affiancato da un *advisor* per verificare, prima di ogni altra cosa, la *fattibilità* e la *bancabilità* del progetto. L'*advisor* assiste il soggetto pubblico anche nella gara per la selezione degli istituti finanziari. Il sostegno pubblico può essere previsto in forme diverse: o con l'impegno di acquisto di determinate quantità per tenere il mercato in equilibrio, o con apporto di capitale nella Spv della quale l'istituzione pubblica diventa socia insieme ai promotori. Le autorità pubbliche, comunque, possono influenzare anche diversamente un'iniziativa progettuale, vale a dire modificando la normativa vigente, snellendo le procedure burocratiche, prevedendo sgravi fiscali, favorire la concessione di maggiori contributi in c/capitale, ecc.

Figura B.4 Lo schema della Finanza di progetto



Per controparti si intendono le controparti commerciali, vale a dire i fornitori delle materie prime, i costruttori delle opere, gli addetti alla manutenzione e gli acquirenti del prodotto quando sono identificabili a priori. Generalmente, in un'operazione di *Project financing*, i contratti vengono conclusi congiuntamente. Questo vuol dire che si fa in modo che ciascun soggetto venga reso partecipe dell'intero progetto e non solo di quanto di sua competenza. L'affidabilità patrimoniale ed imprenditoriale di questi soggetti è *conditio sine qua non* per la riuscita del progetto, non solo da un punto di vista operativo, ma anche perché, come è intuibile, i finanziatori vi prestano molta attenzione.

Le società di servizi: agenzie di rating, società (studi) di progettazione e ingegneria, consulenti finanziari e legali, affiancano e assistono gli attori coinvolti nell'operazione di PF, attraverso la stesura e l'elaborazione di piani, programmi e progetti, nonché dei contratti, al fine del perfezionamento dell'operazione stessa.

## B.5 La gestione dei rischi in una operazione di Finanza di progetto

Esistono diverse tipologie di *Project financing*, ognuna delle quali suddivide i rischi tra i diversi soggetti in maniera differente:

- *Project financing* con garanzie dirette e incondizionate,
- *Project financing* con garanzie limitate,
- *Project financing* con garanzie indirette,
- *Project financing* senza garanzia di rivalsa o puro.

Le categorie elencate presentano un impegno decrescente da parte dei promotori nell'assunzione dei rischi. La prima tipologia è quella più lontana dalla concezione di fondo del *Project financing* in quanto attribuisce tutti i rischi ai promotori, l'ultima è invece quella che la concretizza meglio in quanto l'unica garanzia che fornisce deriva dai *cash flow* generati del progetto.

L'analisi delle categorie di rischio viene effettuata tramite:

- l'analisi della fattibilità complessiva del progetto
- l'analisi dei rischi specifici che caratterizzano le singole fasi del progetto

Il rischio maggiore in cui si incorre è il *rischio di natura economica*, dato dalla possibilità che gli introiti derivanti dal progetto non coprano i costi tecnici e finanziari sostenuti.

Esistono diversi modi per aumentare il livello di certezza dei flussi economici relativi ad un progetto, cioè per ridurre la rischiosità rendendo l'operazione maggiormente appetibile per i finanziatori privati che, contrariamente ai soggetti pubblici, ragionano in una maggiore logica rischio-rendimento.

La normativa sugli appalti ha reso più certi i flussi reddituali e finanziari negativi connessi alla realizzazione di un'opera pubblica, escludendo la possibilità di introdurre varianti in corso d'opera ed obbligando costruttori e progettisti a prestare garanzie e stipulare polizze assicurative che servono a coprire i maggiori oneri determinati dagli errori commessi da questi soggetti.

Non altrettanto è stato fatto per i flussi reddituali e finanziari positivi, la cui incertezza riguarda i comportamenti della Pubblica Amministrazione, in quanto quest'ultima promuove la realizzazione delle opere o l'affidamento della gestione dei servizi, concede i necessari permessi, stabilisce, modifica e percepisce le tariffe, eroga i contributi e le relative anticipazioni ai gestori, definisce, modifica e fa rispettare la normativa generale e settoriale di riferimento. È necessario, per ridurre l'incertezza del progetto che i soggetti pubblici forniscano determinate garanzie, in altri termini la Pubblica Amministrazione

deve essere vincolata in scelte di ambito privatistico. Questo può essere fatto obbligando i soggetti pubblici a fornire maggiori certezze, a prestare garanzie, a sottoscrivere contratti o accordi di programma che li vincolano in forma precisa e specifica.

Le garanzie previste a copertura dei rischi possono essere:

1. contratti TOP (*take or pay*), che obbligano il cliente a dei versamenti periodici che devono essere effettuati anche se il servizio o il ritiro della merce non viene effettuato. Il cliente ha comunque dei vantaggi derivanti dal fatto che le merci o i servizi non saranno soggetti a variazioni di prezzo;
2. contratti THROUGH-PUT, ossia contratti TOP applicati a fornitura di servizi;
3. contratti TAP (*take and pay*), ossia contratti TOP che non prevedono il pagamento nel caso in cui il ritiro della merce o il servizio non viene effettuato;
4. politica tariffaria, la stabilità delle tariffe consente la stabilità dei flussi finanziari.

Un'altra categoria di rischi che deve essere presa in considerazione è quella dei *rischi ambientali* derivanti dalla localizzazione dell'opera da finanziare e realizzare, questi possono incidere sulla realizzabilità dell'opera o sul rimborso del progetto. La realizzazione dell'opera potrebbe essere compromessa dal venir meno dell'impegno delle autorità pubbliche a parteciparvi in quanto potrebbero sorgere problemi a livello di normativa fiscale, tariffaria, disponibilità di autorizzazioni, di relazioni sindacali e di relazioni con associazioni ambientaliste. Potrebbe anche incidere la dotazione di risorse a disposizione dell'area in cui si realizza l'opera. Per dotazione di risorse si intendono le infrastrutture locali, le risorse necessarie alla realizzazione e gestione dell'opera, le caratteristiche geo-morfologiche dell'area.

Il rimborso del finanziamento potrebbe essere compromesso dalla perdita di un credito internazionale derivante da eventi che sono direttamente o indirettamente sotto il controllo del governo del Paese verso il quale la banca è esposta, ma che sono al di fuori del controllo del singolo operatore (*rischio-Paese*). Nel caso in cui il finanziatore sia un soggetto privato si parlerà di *rischio di trasferimento*, se si tratta di un soggetto pubblico si parlerà di *rischio sovrano*. Il rischio Paese deriva da una serie di sub rischi che sono di natura politica economica sociale e ambientale. A fronte della copertura di tali rischi esistono particolari contratti assicurativi. Inoltre vi sono dei rischi specifici collegati alle fasi di un progetto (fase di progettazione e di esecuzione, fase di avvio, fase di operatività).

Nella fase di progettazione e di esecuzione si hanno i *rischi di mancato sviluppo dell'iniziativa* derivanti dalla possibilità che l'impresa appaltante si rifiuti di realizzare



l'opera anche se ne ha vinto l'appalto. Tali rischi vengono coperti tramite l'utilizzo di BID BONDS (garanzie depositate dai partecipanti alla gara di appalto) che garantiscano il reale interesse dei partecipanti alla realizzazione dell'opera. I principali rischi possono essere:

- *Rischi di approvvigionamento* o fornitura che vengono coperti con contratti del tipo put-or-pay o supply-or-pay: qualora il fornitore non rispetti gli accordi, sarà soggetto al pagamento di una penale.
- *Rischi tecnologici*, che non vengono coperti da particolari forme contrattuali ma solamente dalla richiesta di maggiori garanzie agli sponsor.
- *Rischi di completamento*, legati al rischio di superamento dei costi, ossia alla possibilità che i costi da sostenere effettivamente sostenuti risultino maggiori a quelli preventivati, e al *rischio di ritardi* che generano comunque dei problemi a livello reddituale legati all'effetto dell'inflazione e al ritardo dei flussi in entrata. Questa categoria di rischi viene coperta tramite contratti del tipo "chiavi in mano" che determinano un prezzo non modificabile e il pagamento di penali da parte degli appaltatori in caso di ritardi.

Nella fase di esecuzione dell'opera vi possono essere ulteriori rischi legati all'evoluzione del cantiere. Al fine di contenere possibili fonti di arresto del progetto, possono essere stipulati particolari contratti, tra i quali:

- la *performance-bond*: è una garanzia fidejussoria versata dagli appaltatori che viene restituita a quest'ultimi al momento del collaudo se tutto va come stabilito, e dunque di ammontare costante per tutta la durata del progetto.
- l'*advance payment guarantee*: è versata agli appaltatori al fine di garantire gli esborsi da loro sostenuti per la realizzazione dell'opera, contestualmente al versamento di tale somma anche l'appaltatore versa una garanzia di natura fidejussoria il cui importo diminuisce nel corso dell'esecuzione dell'opera.
- la *retention money guarantee* è una garanzia a fronte del rischio che al termine dell'opera si generino dei costi imprevisti; essa consiste nel trattenimento di parte delle somme dovute all'appaltatore o nel versamento di una somma crescente nel tempo in base allo stato di avanzamento dei lavori. Al termine dell'opera la garanzia si trasforma in un *maintenance bond* che serve a coprire parte dei rischi connessi alla fase di operatività dell'opera.

Altri rischi a cui si può andare incontro durante la realizzazione del progetto sono i *rischi di cambio* e quelli connessi alle norme valutarie, che derivano dal fatto che molto spesso i costi o i ricavi sono denominati in valuta estera, tali rischi vengono coperti tramite strumenti di *hedging*. Esistono poi rischi non controllabili dai soggetti che partecipano

all'opera, come i *rischi normativi e regolatori*, o anche i *rischi di forza maggiore*.

Una volta che l'opera è terminata si procede alla fase di avvio, ossia la fase in cui si cominciano a produrre i flussi reddituali; è qui che vi è la maggiore concentrazione di rischi: è questo il momento in cui si verifica effettivamente la validità economica del progetto. In un'operazione di *Project financing* i debiti contratti vengono rimborsati tramite i ritorni reddituali del progetto. Uno dei rischi maggiori in cui si può incorrere è il *rischio del rialzo del tasso di interesse sui debiti* (questo rischio è ancora più accentuato nella fase di gestione). La copertura può essere data da strumenti finanziari derivati quali: *swaps*, opzioni e *futures* sui tassi di interesse.

## B.6 Verso una maggiore massa critica dei progetti. L'integrazione orizzontale e l'aggregazione verticale dei "piccoli *project*"

Come evidenziato nell'introduzione e trattato anche nelle sezioni precedenti, l'evoluzione normativa sulle opere pubbliche, ha consentito e incentivato molte Pubbliche Amministrazioni ad avviare, attraverso la procedura del bando, molte opere in PPP, e senza la quale configurazione regolamentare è ancora dubbio che gli stessi Enti avrebbero proceduto con un bando tradizionale di concessione per la realizzazione di un'opera pubblica e/o di pubblica utilità. Molte di queste procedure di PPP sono di importo inferiore a 5 milioni di euro<sup>11</sup>. In alcune regioni il valore medio dell'importo a gara delle opere è addirittura di gran lunga inferiore ai 5 milioni di euro: nella regione Sardegna la dimensione media delle opere in PPP messe a gara è pari a circa 700 mila euro. La già nota elevata mortalità di gare in PPP, appare utile in questa sede voler ricordare, dalla fase iniziale del bando di gara a quella dell'aggiudicazione, quindi al *closing* finanziario, si concentra a sua volta nelle iniziative di importo inferiore a 5 milioni di euro.

La Banca Mondiale (IFC, 1999), in effetti, rispondeva, giustificandosi ad una critica sollevata dal Washington Post nell'aver speso tutto in progettazione, la somma destinata alla realizzazione di una infrastruttura in un paese africano: per convincere un finanziatore e portare sul tavolo tutta la contrattualistica e documentazione necessaria costa. Economie che tendono a incidere tanto più quanto l'opera è piccola, a parità di altre condizioni.

Come emerso nel dibattito presso la Commissione sul PF e PPP (2012), infatti, le maggiori criticità che attraversano le prime fasi di un'operazione di PPP si concentrano in: difficoltà a reperire finanziamenti (è la mano invisibile del mercato dei capitali a dare questa ovvia e scontata risposta: tanti "piccoli *project*" che non trovano tutori, seppure la liquidità si può trovare), difficoltà nel completamento della giusta documentazione per il *closing* finanziario (quanto costa approntare una check-list completa?). Gli oneri burocratici per partecipare alle gare d'appalto costano alle aziende più di 210 milioni, con una spesa che tra documenti e cauzioni supera in media i 30mila euro per ciascuna impresa che intenda presentare una candidatura<sup>12</sup>.

Il diagramma dei problemi per il "piccolo *project*" (Figura B.5) mette in evidenza le possibili cause che ne determinano il limitato successo, soprattutto nell'individuazione di una idonea struttura di *equity* che finanzia simili operazioni.

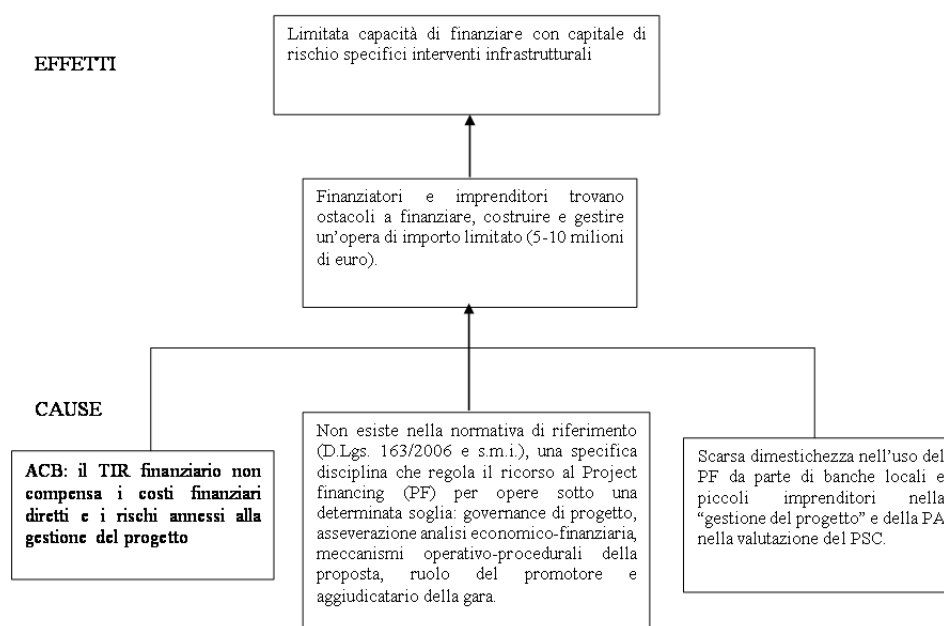
---

<sup>11</sup> In base ai dati Cresme (2013), nel 2012 il numero delle gare di importo inferiore a 5 milioni di euro è stato pari a 92 per cento, escluso i bandi per i quali non vi è la segnalazione dell'importo.

<sup>12</sup> "Appalti, il conto pesante delle piccole e medie imprese", *Il Sole 24 Ore*, 4 novembre 2012, <http://www.ilssole24ore.com/art/notizie/2012-11-04/lotta-evasione-punto-piano-180234.shtml?uuiid=Ab5Gw0zG>

Può apparire chiara una conseguenziale riflessione, se non un invito esplicito, sulla convenienza ad intraprendere un percorso, da parte della PA, di una procedura di bando in *Project financing* di piccolo importo, conoscendone già dall'inizio, a parità delle altre condizioni, questa ulteriore criticità insita nell'importo dell'investimento da mettere a gara.

**Figura B.5** Diagramma dei problemi per il “piccolo PF”



L'Ordine degli Ingegneri della Provincia di Roma<sup>13</sup>, attraverso la sua Commissione sul PF e PPP ha condotto una ricerca per proporre un tentativo di una standardizzazione per specifici settori, di iniziative in PPP, al fine di agevolarne l'intero ciclo di vita del progetto: dall'idea progetto, alla progettazione, alla gestione, ai contratti, per le iniziative al di sotto di 5 milioni di euro di investimenti. Simili approcci sono noti nella letteratura già da qualche anno (Maiolo, 2003) e sicuramente tornare a dibattere sulla necessità di standardizzare e/o aggregare le regole e i contratti e condurre analisi in tal senso non sarà fatica persa, poiché non sarà nel breve periodo che possiamo contare su una svolta nel discrimine della convenienza tra piccole e grandi opere pubbliche in PPP. Anche Iossa e Antellini Russo (2009), ripropongono il dibattito sulla criticità della disciplina dei contratti nel nostro paese, intravedendone come possibile via di uscita che l'allocatione dei rischi del progetto venga stabilita dalle parti contrattuali. Sulla corretta definizione dei rapporti tra le parti e l'allocatione dei rischi anche l'Ance (2014) ha elaborato, in una ricerca nella quale sono stati coinvolti esperti provenienti dalle diverse discipline che

<sup>13</sup> Si consulti il seguente web-link, per scaricare il programma e la presentazione della ricerca: <http://www.ording.roma.it/commissioni/commissioni.aspx?id=41>

interessano gli istituti del PPP, delle “Linee Guida per la predisposizione delle convenzioni di concessione e gestione”.

Nel modello di sviluppo del *Project financing* elaborato (Maiolo, 2003), viene messo in luce il problema, divenuto oggi esplosivo, dei crediti commerciali vantati dalle imprese nei confronti della PA, per fondere attraverso l’aggregazione di iniziative di PPP con lo strumento della cartolarizzazione, gli ingenti volumi di affidamenti non saldati, che secondo la Banca d’Italia supererebbero i 90 miliardi di euro<sup>14</sup>, per ottimizzare quindi il processo di individuazione e finalizzazione di risorse finanziarie in opere pubbliche e di pubblica utilità.

Il modello analizza il funzionamento di un esempio di *Project financing* e *Securitization* integrati. In questa analisi viene rappresentata una operazione per il finanziamento di opere infrastrutturali, tramite la creazione di due veicoli (il primo in qualità di intermediario finanziario del processo di cartolarizzazione, il secondo in qualità di sponsor del *Project financing*). Attraverso le azioni combinate di questi strumenti, è possibile attivare un processo di *funding* innovativo, sia per le piccole imprese del settore edile con crediti vantati verso la PA, sia per il mercato finanziario, sia per il mercato delle opere infrastrutturali.

In ordine di coinvolgimento degli attori, nel modello le prime azioni sono effettuate dalle imprese creditrici<sup>15</sup>, in qualità di *originator*, che coinvolgono (o si fanno carico della costituzione) una SPV nel processo di cartolarizzazione dei crediti vantati verso le amministrazioni locali. Nelle tipiche operazione di cartolarizzazione l’*originator* è rappresentato da una Banca (o intermediario finanziario) che cede ad un *pool* di banche o ad un veicolo specializzato in queste tipologie di operazione, un dato ammontare di crediti ad un prezzo normalmente inferiore al loro valore nominale; a fronte della cessione, il veicolo emette titoli obbligazionari rappresentativi del prezzo di cessione. Le imprese coinvolte si potrebbero anche costituire presso un intermediario specializzato in operazioni di finanza strutturata.

Nel modello viene rappresentata la cessione dei crediti vantati dalle PMI ad investitori istituzionali; questi ultimi immettono la liquidità derivante dalla vendita dei titoli rappresentativi la cartolarizzazione. L’immissione di questi fondi viene indirizzata ad un

---

<sup>14</sup> Sulla base delle stime elaborate dalla Banca d’Italia, il totale dei debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche a fine 2011 sarebbe stato pari a circa 90 miliardi di euro (5,8 per cento del PIL). Tali valutazioni sono contenute nella relazione all’audizione in merito all’esame della Relazione al Parlamento approvata dal Consiglio dei Ministri il 21 marzo 2013, testimonianza del Direttore Centrale per la Ricerca economica e le Relazioni internazionali della Banca d’Italia, Daniele Franco, Camera dei Deputati, 28 marzo 2013, Roma.

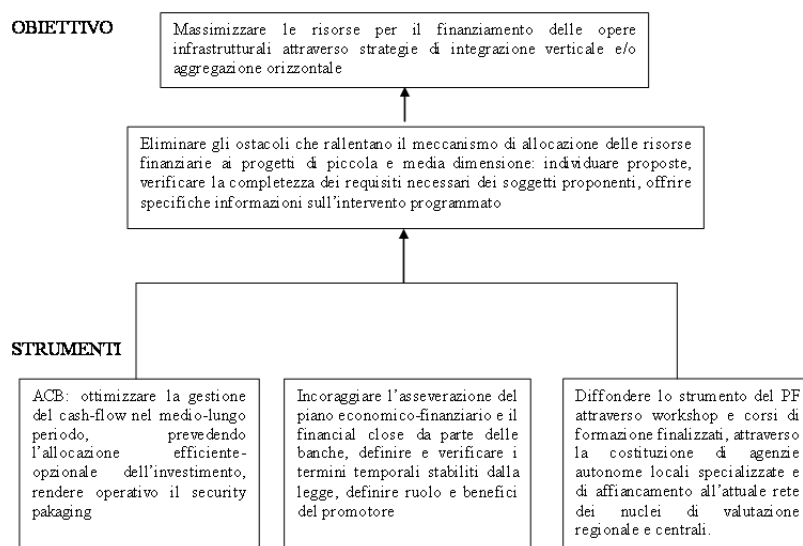
<sup>15</sup> In molti casi rappresentati da imprese di piccola e media dimensione (PMI), che scontano di fatto un minore potere contrattuale sia nei confronti del mercato del credito stesso, ma anche come potere negoziale verso la PA.

secondo veicolo costituito *ad hoc*, che di fatto è rappresentato dal consorzio di imprese che in precedenza ha avviato l'operazione di cartolarizzazione, con eventuale ingresso di nuovi soci e/o l'uscita di una parte delle stesse imprese non intenzionate ad essere coinvolte in operazioni successive di *Project financing*<sup>16</sup>; la nuova SPV ha un Capitale Sociale pari al valore nominale dei relativi crediti originari. In tal modo il consorzio potrà assumere una doppia funzione:

- a) essere *originator* di una operazione di cartolarizzazione, avente per oggetto crediti verso la Pubblica Amministrazione, quest'ultima, nella generalità e contemporaneamente, promotrice di opere pubbliche con ricorso al finanziamento privato,
- b) rappresentare il veicolo di una operazione di *Project financing*, realizzando investimenti che generano un determinato cash flow capace di ripagare, in primo luogo, le obbligazioni sottostante l'operazione di cartolarizzazione e, in secondo luogo, il finanziamento a titolo di debito, quest'ultimo assistito dalla adeguata capitalizzazione del secondo veicolo.

Il successivo diagramma degli obiettivi per il “piccolo *project*” (Figura B.6) propone, di riflesso al diagramma contenuto nella Figura 6 alcuni possibili strumenti per rilanciare la vitalità dei “piccoli *project*”.

**Figura B.6 Diagramma degli obiettivi per il “piccolo PF”**



<sup>16</sup> L'operazione dovrebbe essere adeguatamente assistita anche con forme di benefit di tipo economico a favore delle stesse PMI protagoniste dell'operazione, affinché possano strutturarsi nell'intera operazione ed essere quindi disincantate all'uscita.

## B.7 Considerazioni finali

Rispetto alle tante iniziative di PPP in Italia (nel decennio 2002-2012 sono stati registrati ben 16.778 bandi di gara in PPP, dei quali soltanto 4.468 risultano aggiudicati<sup>17</sup>), i casi di successo sono veramente pochi. Se si pensa ad una vera e propria iniziativa di finanza di progetto, senza pertanto il ricorso a garanzie pubbliche, con l'avvenuto *closing* finanziario, con la costituzione di una SPV che concretamente svolge il ruolo di gestore dell'intervento, secondo un'indagine dell'EPEC<sup>18</sup>, le stesse sarebbero riconducibili a 45 casi.

La forte propensione da parte dell'intero comparto della Pubblica Amministrazione nel proporre iniziative classificabili secondo il D.lgs. 163/2006 e s.m.i. tra gli istituti del PPP, dimostra come, al contrario, i casi di insuccesso portano inevitabilmente a forti criticità, quali giusto per citarne alcune:

- scarsa attitudine della PA a seguire l'intero ciclo di vita di un progetto in PPP;
- assenza di un serio studio di fattibilità condotto in fase preliminare;
- disattesa valutazione *ex-ante* sulla convenienza effettiva del PPP (cd. *Value for money*);
- discrasie informative verso le fonti finanziarie a condizione di mercato.

Da un punto di vista economico, il costo sostenuto dalla Pubblica Amministrazione senza che la stessa abbia il rientro con la chiusura positiva della gara e la realizzazione e gestione della prevista opera è rilevante, anche considerando soltanto le oltre 12 mila gare non andate a buon fine. Come accennato nel precedente paragrafo, partecipare ad una gara costa ad una impresa, mediamente, 30 mila euro. Anche la PA sostiene dei costi: personale dipendente impiegato nelle procedure, consulenze esterne per incarichi professionali, spese generali, e così via. Una spesa che potrebbe arrivare o superare anche 50 mila euro per singola procedura di bando. Se questa quota è applicata alle 12.310 gare non andate a buon fine nel decennio 2002-2012, otteniamo un impatto sulla spesa corrente dei conti pubblici di oltre 615 milioni di euro. Tale spesa, in una fase in cui l'intera PA è sottoposta al regime cd. della *spending review*, consente di ritenere importante il dibattito aperto sull'attenzione dell'analisi e valutazione *ex-ante* dei progetti in PPP che questa Guida

---

<sup>17</sup> Secondo l'ANCE (2012), dal 2003 al 2009, il numero di bandi di gara in PPP pubblicati - con importo maggiore di 5 milioni di euro - sono stati 685, di cui 441 aggiudicate e monitorate nell'indagine.

<sup>18</sup> "Nel periodo 2001-2011, solo 45 progetti, per un totale di 3.600 PPP messi a bando (sopra i 10 mln di euro), hanno raggiunto il Financial Closing, pari all'1,25 per cento - dati EPEC", intervento di Bernardo Bini Smaghi (CDP) al seminario Commissione PF e PPP del 29 novembre 2012, presso l'Ordine degli Ingegneri di Roma.

intende porre in evidenza, prima ancora dell'avvio di una procedura di bando, quindi un'analisi sull'effettiva fattibilità del progetto in esame stesso.

La Banca Mondiale, attraverso l'International Finance Corporation (IFC, 1999), fin dai suoi primi anni di operatività nei progetti in PPP verso i paesi in via di sviluppo, a seguito delle crisi avvenute negli anni '70, aveva determinato nella soglia di 25 milioni di dollari, il limite minimo al di sopra del quale si determinava una prima convenienza nel rapporto tra “costo della progettazione preliminare” e “redditività attesa dall'iniziativa”, e al di sotto della quale soglia ogni iniziativa sarebbe stata non finanziariamente sostenibile. Peraltro, come ricordato dall'ANCE (2012), la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) non considera interventi di Partenariato Pubblico Privato (PPP) quelli con un valore inferiore ai 5 milioni di euro.

La letteratura prodotta, sia in ambito internazionale che nazionale, è notevole e in parte finalizzata alla risoluzione di elementi di natura regolamentare e tecnica, sia per facilitare l'incontro tra il soggetto pubblico e privato, sia, per la questione appena sollevata, per abbassare al minimo possibile un valore di investimento comunque compatibile e congruo con le spese complessivamente da sostenere e rendere la stessa iniziativa finanziariamente sostenibile secondo sempre la logica partenariale.

Se si guarda alle iniziative di PPP concluse con successo (che hanno ottenuto il cd. *financial closing*) nel biennio 2011-2012 nel segmento del mercato europeo (EPEC, 2012), l'Italia compare, per i 150 progetti inventariati, soltanto una volta; sotto i 10 milioni di euro vi è soltanto un progetto dal costo di 8 milioni di euro. La media degli importi dei progetti aggiudicati ha valore pari a circa 200 milioni di euro, la mediana ha valore pari a oltre 160 milioni di euro. Non molto distante i risultati della stessa ANCE (2012), nel quale rapporto arriva a effettuare una prima scrematura limitata ai progetti nazionali che hanno ottenuto l'aggiudicazione della gara ad un concessionario privato. Nel periodo 2003-2009 vengono registrati 441 casi, dove il valore del progetto più basso è pari a circa 6 milioni di euro, quello più elevato pari a 2,2 miliardi di euro, media e media, pari rispettivamente a 58 e 189 milioni di euro.

In un recente volume (Marsullo, 2013), viene evidenziato che la caduta degli investimenti pubblici non è tanto attribuita (forse solo in piccola parte) alla scarsità di risorse finanziarie, *ma all'incapacità di mobilitare quelle potenzialmente disponibili all'interno, in Europa e sui mercati internazionali perché non si vuole ammettere che la loro scelta debba essere affidata alla valutazione del loro rendimento economico e sociale di questi investimenti e al controllo minuzioso dell'esecuzione, tracciandone il percorso dal momento della proposta a quello dell'attuazione e del collaudo.*

Come ricordato nella premessa, questa Guida rappresenta uno strumento principalmente rivolto al *management* pubblico interessato all'applicazione degli strumenti



del PPP; la stessa è indirizzata al segmento in materia di opere pubbliche e di pubblica utilità a sua volta caratterizzato (o identificabile), nella casistica della piccola-media dimensione. Questo approfondimento tematico propone quindi una logica valutativa di tipo aggregativa e integrativa per più opere in seno ad una o più Amministrazioni, che potrebbero trovare in tal caso conveniente il ricorso al PPP, scontandone però con una valutazione *ex-ante* il problema dimensionale dell'intero investimento – e conseguenziale modello gestionale – da mettere a gara al fine di essere appetibile per un futuro concessionario.



## **Appendice A: Cenni sulla normativa comunitaria e nazionale in materia di investimenti pubblici, finanza di progetto e PPP**

Il ciclo del progetto sopra descritto va naturalmente associato alle fasi procedurali previste dalla normativa di riferimento. Le direttive comunitarie distinguono 6 categorie di appalti:

1. *Gli appalti pubblici dei lavori* che riguardano lo svolgimento dei lavori o la realizzazione di un'opera;
2. *La concessione di lavori pubblici* che si differenzia dalla prima solo per il fatto che la controprestazione consiste nel diritto di gestire l'opera o in tale diritto accompagnato da un prezzo;
3. *Gli appalti pubblici di servizi* dove i servizi possono comprendere la progettazione di un'opera;
4. *I concorsi di progettazione* che sono definite come le procedure nazionali intese a fornire all'amministrazione aggiudicatrice un piano o un progetto, selezionati da una commissione in base ad una gara;
5. *Gli accordi quadro* stabiliti tra l'ente aggiudicatore e uno o più fornitori, che fissano i prezzi e i quantitativi previsti degli appalti da aggiudicare nel corso di un determinato periodo;
6. *Gli appalti di forniture* che riguardano l'acquisto, il leasing e la locazione di prodotti.

La Direttiva 2004/18 unifica la disciplina degli appalti e concessioni di lavori, servizi, forniture nei “settori ordinari” (vale a dire tutti, tranne quelli c.d. esclusi, che sono disciplinati dalla direttiva 2004/17, e tranne quelli eccettuati da entrambe le direttive, quali ad. es., gli appalti segreti), mentre la direttiva 2004/17 disciplina gli appalti e concessioni di lavori, servizi e forniture nei settori c.d. “esclusi”), e che si possono definire “settori speciali” (gas, energia termica, elettricità, acqua, trasporti, servizi postali, sfruttamento di area geografica)<sup>19</sup>.

Con la legge comunitaria n. 62 del 18 aprile 2005, l'art. 25, ha delegato il Governo a recepire le direttive 2004/18 e 2004/17 imponendo la raccolta in un unico testo normativo, sia della disciplina degli appalti e concessioni di rilevanza comunitaria, sia

---

<sup>19</sup> Il Parlamento Europeo ha approvato il 15 gennaio 2014 le 3 nuove Direttive su: Appalti Pubblici, Settori e Concessioni. La Direttiva 2014/23/UE sulle Concessioni, introduce rilevanti novità nel comparto del PPP, e dovrà essere recepita, insieme alle altre Direttive, entro il 18 aprile 2016, con legge di rango nazionale. Tra le novità, che comunque emergeranno inevitabilmente in fase di predisposizione del nuovo Codice, si possono fin da ora citare quelle del rischio operativo (inteso come il rischio sia dal lato della domanda sia dell'offerta) che dovrà essere trasferito al concessionario, il valore della concessione calcolato sul fatturato conseguibile dal concessionario per tutta la durata della concessione stessa e non più sul valore dell'opera da costruire.

degli appalti e concessioni sotto soglia comunitaria, enucleando le disposizioni comuni e disciplinando in capi separati gli aspetti non comuni e disciplinando, nel medesimo testo normativo che recepisce le direttive 2004/18 e 2004/17, anche i contratti pubblici di lavori, servizi, forniture, che si collocano sotto soglia, sia nei settori ordinari che nei settori speciali.

Il D.Lgs. 163 del 12 aprile 2006 recepisce integralmente le direttive 2004/17 e 2004/18, senza innovazioni radicali per i servizi e le forniture, per le quali già erano state recepite le precedenti direttive. Viceversa sono riportate significative innovazioni per i lavori, per i quali il legislatore nazionale, con le precedenti versioni (dalla 109/94 in poi) si era in più punti scostato dal diritto comunitario. In particolare, rispetto alla legge Merloni, in sede di recepimento della direttiva 2004/18, si è previsto:

- un maggior numero di ipotesi di utilizzabilità della trattativa privata;
- la licitazione privata con scelta delle imprese da invitare rimessa alla stazione appaltante, limitatamente agli appalti di importo particolarmente elevato;
- la scelta, rimessa alla stazione appaltante, e non predeterminata dalla legge, tra criterio di aggiudicazione del prezzo più basso e criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa;
- un regime della verifica delle offerte anomale più rispettoso del diritto comunitario (quanto a momento della verifica e a oggetto della verifica).

Sono stati, infine, recepiti i nuovi strumenti negoziali previsti dalle direttive e, in particolare, l'accordo quadro, il dialogo competitivo, la centrale di committenza, le aste elettroniche.

In particolare, il nuovo Codice dei Contratti - D.Lgs 163/2006, regola, in via generale, la concessione di lavori pubblici agli artt. 142 e seguenti e prevede che all'affidamento delle concessioni si proceda su iniziativa pubblica con una gara bandita dal committente (artt. 144 e 145) ovvero su iniziativa privata, con la procedura del promotore, regolata dagli artt. 152 e segg., nella prassi denominata "procedura di *project financing*". Per un approfondimento sulle procedure di aggiudicazione contemplate dal Codice dei Contratti si veda: AVCP (2009, 2013), Iossa, Antellini Russo (2008).

Gli istituti del PPP possono essere distinti tra gli strumenti propriamente detti del PF e gli altri, come di seguito distinti.

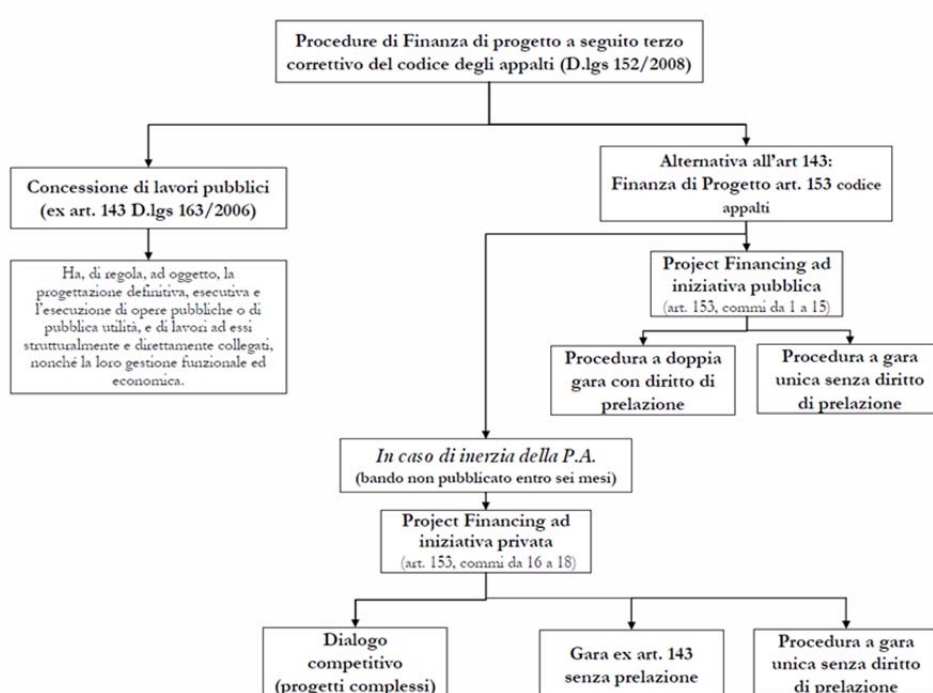
Per quanto riguarda il *Project financing* (rappresentato nella Figura B.7), si distingue:

1. La concessione di costruzione e gestione su proposta della stazione appaltante (art. 143 D.Lgs 163/2006),

2. La concessione di costruzione e gestione su proposta del promotore, può a sua volta essere mediante (art. 153 D.Lgs 163/2006):

- procedura con gara singola,
- procedura con gara doppia,
- procedura in caso di inerzia della P.A.

**Figura B.7 La Finanza di progetto nel D.lgs 163/2006 e s.m.i**



Fonte: A.C.E.N. (2009)

Le altre forme di PPP:

3. Concessione di servizi (art. 30, D.Lgs 163/2006).

4. Altre istituti di PPP:

- Partenariato sociale: S.T.U. (L. 326/2003) e Società miste (L. 142/1990 e D.Lgs 267/2000);
- Programmi per la riqualificazione urbana: Contratti di quartiere e Programmi Edilizi, (varie Leggi regionali);
- Sponsorizzazioni, (art. 26, D.Lgs 163/2006);
- Leasing immobiliare, (art. 160bis, D.Lgs 163/2006);
- Contratto di rete, (art. 34, D.Lgs 163/2006);
- Contratto di disponibilità (art. 160ter, D.Lgs 163/2006).



## Appendice B: Il PPP e le Politiche di Sviluppo e Coesione

Gli istituti del PPP, oltre ad essere specificatamente contemplati nel D.Lgs 163/2006 e s.m.i., hanno un campo di azione anche disciplinato nell'ambito dei Regolamenti comunitari, con particolare riferimento all'utilizzo dei Fondi Strutturali, i quali possono a lor volta essere impiegati a parziale copertura della spesa per un determinato programma e/o progetto investimento. Il valore complessivo che nel nuovo ciclo di programmazione 2014-20 la Commissione Europea intenderà mettere a disposizione per interventi di PPP è pari a 325 miliardi di euro, per arrivare a circa 500 miliardi compreso il cofinanziamento che i vari Paesi membri vorranno e/o potranno integrare con i relativi fondi nazionali<sup>20</sup>; per l'Italia tale dotazione "pubblica" dovrebbe essere complessivamente pari a circa 30 miliardi, di cui circa 10-11 miliardi di "origine UE". Da questa base ci si aspetterà a sua volta una leva finanziaria tanto alta, quanto più virtuoso sarà il meccanismo di attrazione di capitali privati.

I Grandi Progetti<sup>21</sup> cofinanziati e per i quali la Commissione Europea può contribuire fino al 50 per cento della spesa in investimenti sono uno tra i più importanti esempi attraverso i quali gli istituti del PPP, anche più specificatamente la Finanza di progetto come definita dall'art. 153 del D.lgs. 163/2006 e s.m.i., possono trovare applicazione. È in fase di ultimazione anche la relativa Guida alla compilazione ed elaborazione del formulario e dell'annessa Analisi Costi benefici di un Grande Progetto. Il formulario prevede una specifica sezione, "*Financial analysis in Public Private Partnership*", nel quale la *project company* dovrà necessariamente qualificarsi per competenze e attività da realizzare, nonché anche la determinazione della struttura del tasso di sconto che intende applicare al progetto, secondo la nota struttura del WACC, anche illustrata nella nostra Guida.

Vari tentativi per facilitare l'approccio al ricorso degli istituti del PPP con l'ausilio dei Fondi comunitari per la realizzazione di opere pubbliche si stanno diffondendo anche a livello regionale. La Regione Toscana ne è un esempio: con Delibera del 25 marzo 2013 n. 215, la Giunta ha assegnato un primo stanziamento, a valere su risorse del proprio POR FERS 2007-2013, per il biennio 2013-2014, per un importo pari a 5 milioni di euro e da destinare agli locali in forma di contributi (sia in conto capitale, sia sotto forma di finanziamento a tasso agevolato) a sostegno delle analisi e della progettazione anche di iniziative in forma partenariale, costituendo in tal modo il primo "Fondo per la progettazione degli interventi strategici" su base regionale. Federculture, in

---

<sup>20</sup> Dati rilasciati da Gianni Carbonaro (BEI), durante il seminario di presentazione del Rapporto "Il Partenariato Pubblico-Privato e Pedilizia sostenibile in Italia nel 2013", Unioncamere, Piazza Sallustio, 5 febbraio 2014.

<sup>21</sup> Il [Regolamento CE 1260/1999](#) definisce, all'art. 25, i "Grandi Progetti" come "*un insieme di lavori economicamente indivisibili che svolgono una funzione tecnica precisa e hanno obiettivi chiaramente definiti ... il cui costo totale ... supera i 50 milioni di euro*".

collaborazione con l'ANCI, promuovono in una recente ricerca (Federculture-IFEL, 2013), la possibile creazione di un fondo per supportare e sostenere la realizzazione di Studi di Fattibilità per progetti in ambito partenariale e potenzialmente suscettibile di contribuzione comunitaria.

La Commissione Europea nel delineare le modalità di copertura degli investimenti nel settore R&I nell'ambito del programma *Horizon 2020*, ha avviato il nuovo ciclo di programmazione attraverso il lancio di bandi che prevedano una formulazione di progetti in cofinanziamento in forme di PPP. Nel prossimo biennio 2014-2015 verrà distribuita, tra i proponenti, una spesa comunitaria pari a circa 200 milioni di euro, a fronte dei quali si attende un effetto leva della componente finanziaria privata compresa tra 500 e 2 miliardi di euro aggiuntivi netti, a seconda della rispondenza da parte delle imprese italiane a compilare ed elaborare, in modo efficiente, i vari formulari previsti. Una delle principali novità di questi bandi riguarda la compilazione della domanda di accesso al contributo comunitario; quest'ultima dovrà contenere un approfondito Studio di Fattibilità, pena la non ricevibilità dell'*application*, rispetto alle modalità del passato dove questo (lo SdF) era sviluppato in fase di quasi "completamento" del progetto.

Alla luce di queste considerazioni, quindi, come coniugare, nell'ambito della nuova programmazione 2014-2020 e del relativo processo di accordo di partenariato con gli enti locali (Regioni in primis), l'esigenza di adoperare al meglio le risorse di nuova assegnazione (per l'Italia le risorse sono pari a 30 miliardi di euro sul bilancio dell'UE, a cui andranno aggiunti 24 miliardi a titolo di cofinanziamento nazionale), con gli istituti del PPP<sup>22</sup>, è una attività tuttora in fase di approfondimento. A queste risorse si aggiungono altri 54 miliardi del Fondo Sviluppo e Coesione, che più specificatamente andrà a finanziare le grandi opere infrastrutturali e dove, quindi, gli istituti del PPP già contemplati nel Codice degli Appalti potranno trovare un più agevole percorso.

Elemento determinante per la gestione dei fondi comunitari (FESR, FEASR, FSE), rispetto agli obiettivi delineati secondo una strategia *top-down*, risiede nella centralità delle azioni, che di conseguenza individuano gli strumenti per raggiungere i risultati disegnati secondo gli indirizzi della programmazione. Dalle azioni saranno anche individuati e

---

<sup>22</sup> Nella nuova programmazione comunitaria 2014-2020 e nell'Accordo di Partenariato che ne è derivato per l'Italia (<http://www.dps.gov.it/it/index.html>), sono previsti 11 Obiettivi Tematici, oltre ad altri programmi strategici (Città e Aree Interne). Di questi indirizzi, naturalmente, è plausibile ipotizzare solo per alcuni di essi un maggiore ricorso agli istituti del PPP, quali, per esempio: OT5 (Clima e rischi ambientali), OT6 (Tutela dell'ambiente e valorizzazione delle risorse culturali e ambientali), OT7 (Mobilità sostenibile di persone e merci), sebbene, è questa una novità introdotta nella nuova programmazione 2014-20 - rispetto al precedente ciclo di programmazione: gli strumenti del PPP (tra cui anche i fondi rotativi, oltre alle sinergie con altri Fondi per esempio anche della BEI sulla finanza innovativa) saranno resi compatibili con tutti gli 11 OT previsti nel ciclo 14-20, salvo una idonea e tecnica attività di programmazione e progettazione di allineamento (tra ciascun OT e gli strumenti del PPP stesso), da parte degli attori dello sviluppo locale.



specificati i fondi di investimento da allocare per ciascun progetto. Il cd. *regolamento ombrello 2012* (COM(2012) 496 final – artt. 29-30) ha previsto di assegnare ai Gruppi di Azione Locale (GAL), che dovranno rappresentare i fabbisogni e le esigenze espressi ciascuno dai territori di riferimento, la responsabilità delle strategie di sviluppo locale e quindi la traduzione in concreto delle azioni, come anche la pubblicazione di bandi per la presentazione di progetti – salvo l'individuazione di un ente pubblico che assuma il ruolo di stazione appaltante - e approvazione dei criteri di selezione degli stessi (Fortunato, 2013).

In altre parole, la realizzazione di opere finanziabili interamente con capitale pubblico, ma che potrebbe essere anche di interesse per il mercato, per i vari profili gestionali, a forme co-partecipative di capitali privati, andrebbe incentivata in questa seconda direzione. In primo luogo verrebbe ottimizzato l'effetto leva delle risorse pubbliche, la cui dotazione si potrebbe distribuire su un numero maggiore di interventi valutabili comunque positivamente dal mercato stesso; in secondo luogo, per le ragioni sostenute in questo ampio lavoro, verrebbe applicato il principio di efficienza ed efficacia agli interventi (per esempio, per i criteri del costo di costruzione e dei tempi di realizzazione, nonché per le modalità di gestione) che, per le iniziative in PPP, come verificato dall'ANCE (2012), sono a netto favore rispetto alla procedura tradizionale dell'appalto.



## Bibliografia

A.C.E.N. (2009), “Potenzialità del partenariato pubblico privato per lo sviluppo locale”, *Centro Studi dell’A.C.E.N.*, Napoli.

ANCE (2014), “Linee Guida per la predisposizione delle convenzioni di concessione e gestione”, AA.VV., maggio 2014.

<http://www.ance.it/docs/docDownload.aspx?id=19455>

ANCE, (2012), “ Il *Project Financing* in Italia. L’indagine ANCE sulla realizzazione delle opere”, a cura della *Direzione Affari Economici e Centro Studi*, Roma

AVCP (2009), “Line guida sulla Finanza di Progetto dopo l’entrata in vigore del cd. Terzo Decreto Correttivo – D.Lgs 11 settembre 2008, n. 152”, *Determinazione n. 1*, 14 gennaio 2009, Autorità per la vigilanza sui servizi pubblici di lavori servizi e forniture.

AVCP, (2013), “Finanza di progetto. Revisione della Determinazione n. 1/2009, Linee guida sulla finanza di progetto dopo l’entrata in vigore del c.d. “terzo correttivo” e della Determinazione n. 2/2010, Problematiche relative alla disciplina applicabile all’esecuzione del contratto di concessione di lavori pubblici”, *Documento di consultazione*, ottobre 2013.

EPEC (2012), “Market Update. Review of the European PPP Market in 2012”,

<http://www.eib.org/epec>.

IFC (1999), “Project Finance in Developing Countries”, *Lessons of Experience*, n. 7, World Bank Publications, 7 May, Washington (USA).

Commissione PF e PPP (2012),

<http://www.ording.roma.it/commissioni/commissioni.aspx?id=41> *Ordine degli Ingegneri della Provincia di Roma*.

Cresme Europa Servizi, (2013), “Il Partenariato Pubblico Privato in Italia nel 2012”, *Osservatorio Nazionale Project Financing*, Roma.

Federculture – IFEL Fondazione ANCI (2013), *Le forme di PPP e il fondo per la progettualità in campo culturale*, Roma.

Fortunato G., (2013), “Programmazione dei Fondi Europei e attuazione mediante gli istituti del Partenariato Pubblico Privato”,

[http://www.lavoripubblici.it/news/2013/08/lavori-pubblici/Programmazione-dei-Fondi-Europei-e-attuazione-mediante-gli-istituti-del-Partenariato-Pubblico-Privato\\_12032.html](http://www.lavoripubblici.it/news/2013/08/lavori-pubblici/Programmazione-dei-Fondi-Europei-e-attuazione-mediante-gli-istituti-del-Partenariato-Pubblico-Privato_12032.html).

Iossa E., Antellini Russo F., (2009) “Potenzialità e criticità del Partenariato Pubblico Privato in Italia”, *Rivista di Politica Economica*, maggio-giugno 2008, pp. 125-158.

Maiolo S., (2011), “La valutazione degli investimenti immobiliari in contesti caratterizzati da incertezza dinamica attraverso le opzioni reali”, in *Management Immobiliare*, Cafferata R. et Al. (a cura di), Franco Angeli, Milano.

Maiolo S., (2003), “Il *Project Financing* e il ruolo delle PMI per il rilancio delle opere pubbliche”, in *Rivista Bancaria Minerva Bancaria*, n. 2, aprile-maggio 2003, pp. 89-106, Milano.

Marsullo L., (2013), *Valutazione, Controllo e Tracciabilità degli Investimenti Pubblici*, Edizioni Progetto Cultura, Roma.

PFI National Audit Office (2008), “Construction Performance”, UK, <http://www.nao.org.uk/>

Pennisi G, Scandizzo P.L., 2003, *Valutare l'Incertezza. L'Analisi Costi Benefici nel XXI secolo*, Giappichelli, Torino.

Scandizzo P.L., (2000), *Banche locali. Progettazione, strategie e tecniche di analisi*, Giuffrè, Milano.

Scandizzo P.L, Maiolo S., (2005), “Analisi finanziaria degli investimenti in contesti di incertezza: un caso studio applicato al *Project Financing*”, *Economia e Diritto del Terziario*, n. 1/2005.