

1. Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

1.1 La logica dell'architettura finanziaria

La letteratura accademica qualifica il *project finance* (PF) quale complessa architettura finanziaria appartenente alla famiglia delle operazioni di finanza strutturata¹, in cui i finanziatori e gli sponsor intervengono, rispettivamente, dopo aver verificato la capacità del progetto di garantire sia il servizio del debito contratto, sia una remunerazione del capitale investito coerente con il grado di rischio implicito nell'iniziativa.

Il PF è, quindi, una complessa operazione economico-finanziaria, rivolta a un investimento specifico, per la realizzazione di un'opera e/o la gestione di un servizio, su iniziativa di promotori (sponsor) privati o pubblici. Questo modello di finanza innovativa² è, difatti, esplicabile sia da parte dei soggetti privati, sia da quelli pubblici senza che la natura dell'opera incida in maniera determinante ai fini della qualificazione della finanza di progetto come pubblica o privata³.

Fra le definizioni rinvenibili, Peter K. Nevitt, uno dei più autorevoli esperti sul tema, definisce il PF come "un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica, nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare, sin dallo stadio iniziale, il flusso di cassa e gli utili dell'unità economica in oggetto come la sorgente di fondi che consentirà il rimborso del prestito e le

¹ Le tipologie che, secondo la *common practice* internazionale, ne fanno parte sono, oltre al PF ivi trattato, il *leveraged buy-out* (LBO), lo *structured leasing* e la *securitization*. Per approfondimenti sulle operazioni di finanza strutturata, si rinvia a Caselli, Gatti (2005). Forestieri (2005a) afferma: "con questo termine si definiscono le operazioni finanziarie che coinvolgono strutture societarie contrattualmente indipendenti dalle posizioni dei soci promotori. Rientrano in questo ambito le attività di *project finance* e di *securitization* che tipicamente prevedono la creazione di soggetti ad hoc (*Special Purpose Vehicle*) caratterizzati al passivo dal debito emesso per il *funding* e all'attivo dagli *assets* (progetto industriale e portafoglio crediti) che rappresentano il business specifico e che al tempo stesso garantiscono l'esito del prestito". Si veda anche Scardovi (2007).

² Sul tema dell'innovazione finanziaria, si veda Newfin (2004) dove, come esposto in Anderloni (2004), tra le aree di indagine rientra anche la finanza di progetto.

³ A titolo di esempio, si pensi al caso in cui diverse parti private elaborino una proposta per la costruzione e la gestione di un'opera pubblica con finanziamenti privati, così come, per converso, quello in cui parti pubbliche partecipino integralmente o prevalentemente al capitale sociale della società di progetto che si è aggiudicata il diritto di realizzare e gestire l'opera. Nel primo caso, si tratta di un PF privato, mentre nel secondo caso pubblico, giacché non è la natura dell'opera che sembrerebbe qualificare il progetto, bensì la prevalenza del capitale di rischio impiegato nella *project-company*.

Il rischio di credito nel project finance

attività dell'unità economica come garanzia collaterale del prestito" (Nevitt, 1983)⁴.

Pertanto, il PF consiste nell'investimento effettuato da un promotore o *sponsor*, pubblico o privato, tramite un'entità giuridicamente indipendente, denominata *Special Purpose Vehicle* (d'ora in poi SPV), al fine di realizzare uno specifico progetto, generalmente in assenza di azione di regresso sui promotori (clausola *non-recourse*) ovvero con una limitata azione di regresso (clausola *limited-recourse*), sicché i rimborsi dipendono principalmente dal *cash flow* generato dall'attività finanziata (Sorge, 2004). Proprio perché vi è uno stretto vincolo dello sviluppo della realizzazione del progetto allo scopo per il quale il finanziamento *project* viene concordato, appare indispensabile valutare secondo il principio di economicità ed efficienza il rischio conseguente al grado di incertezza insito nel progetto nel corso della sua realizzazione nel rispetto dello scopo prefissato.

Nel fondamentale contributo del 2003, Benjamin C. Esty, attraverso un'articolata analisi, evidenzia che la finanza di progetto può rimuovere rilevanti ostacoli, propri della finanza *corporate*, alla realizzazione dei progetti d'investimento, in quanto il PF combina le decisioni di investimento su un *asset* di capitale con quelle di finanziamento. A seguito del confronto fra SPV e imprese tradizionali teso a verificare se nel PF la struttura finanziaria incide sul valore d'impresa, l'Autore dimostra che nel PF la struttura finanziaria della SPV influenza le decisioni d'investimento manageriali e, di conseguenza, anche i *cash flow* prodotti.

Uno degli aspetti qualificanti sul piano economico un'operazione di PF consiste, infatti, nella c.d. "finanziabilità" del progetto, ossia l'attitudine dello stesso a produrre, durante il suo ciclo vitale, un flusso di cassa (*cash flow*) sufficiente a coprire i costi operativi, remunerare i finanziatori e fornire un congruo margine di profitto al promotore (*sponsor*) dell'operazione; pertanto, tutti i soggetti coinvolti nella realizzazione dell'operazione di PF, pur mirando a scopi diversi, verificheranno essenzialmente che il progetto proposto appaia *self-liquidating*. Connessa a ciò, oltre che alle caratteristiche economiche degli *assets* finanziati, è la caratteristica morfologica più evidente del PF, ovvero l'ampio ricorso ai mezzi di terzi, nonché le metodologie di valutazione delle iniziative *project*,

⁴ Il PF è "un metodo per il finanziamento di progetti che raccoglie debito a lungo termine e si basa unicamente sui *cash flow* attesi dal progetto stesso, essendo concepito come forma alternativa per la raccolta di capitale a scopi d'investimento" (Nevitt, Fabozzi, 2000). Inoltre, Kleimeier, Megginson (2002) definiscono il PF come "limited or non-recourse financing of a newly to be developed project through the establishment of a vehicle company (separate incorporation)". E ancora, il PF "è una scienza di qualità, solo i progetti eccellenti, solo i migliori sono credibili sin dalla fase di ideazione e possono trovare così modalità di finanziamento" (Demattè, 2002). Per maggiori approfondimenti sul tema del PF, si rinvia al manuale di Gatti (2006a); si vedano anche: Gatti (2008); Robaldo (2008); Abbatemarco, Re Cecconi (2007); Capizzi *et al.* (2007); Finnerty (2007); Baccolini, Baldini (2006); Dal Prato (2006); Raganelli (2006); Gentile (2005); Dallochio, Salvi (2004); Ferrari, Fracchia (2004); Morbidelli (2004); Mulazzani (2004); Comana (2003); Lo Cicero (2003); Amatucci (2002); Scotti Camuzzi (2002); Vaccà (2002); Albisetti (2000); Falini (2000); Pompella (1999); Szegö, Varetto (1999); Boeri, Cohen (1998); De Sury, Miscali (1995).

Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

focalizzate sui flussi di cassa prodotti dal progetto e sui relativi *assets* in funzione di garanzia⁵.

I descritti caratteri del PF ne riflettono la fondamentale funzione economica sottostante, individuabile nella efficiente allocazione dei rischi: difatti, un progetto correttamente strutturato implica un'adeguata allocazione dei rischi sulle controparti commerciali e finanziarie (Beidleman *et al.*, 1990)⁶. Oltre al rischio rappresentato dal progetto, mitigato dalle garanzie reali rilasciate dagli *sponsor* ai finanziatori, a valere sugli introiti e sugli *assets* del progetto, nel PF si rende necessaria una valutazione approfondita dei fornitori dei materiali, degli impianti e delle materie prime, dei costruttori, dei gestori, degli acquirenti e degli utilizzatori finali del prodotto o servizio reso⁷. Il *proprium* del PF risiede, quindi, nell'*asset segregation*, ovvero nell'isolamento legale, contabile e finanziario di un'iniziativa economica dalle preesistenti attività del soggetto promotore (*sponsor*) mediante la costituzione di una SPV, al fine di minimizzare l'esposizione al rischio dello *sponsor* e di preservarne lo *standing* creditizio e il futuro accesso ai mercati finanziari (Akbiyikli *et al.*, 2006).

Come evidenziato nella figura 1, la società SPV, posta al centro di un'estesa rete di relazioni contrattuali, ha, quindi, il compito di allocare i diversi rischi connessi con il progetto alle controparti che sono in grado di valutarli e controllarli (Grimsey, Lewis, 2002; Tessitore, Favale, 2007), riducendo altresì gli effetti negativi derivanti dall'esistenza di asimmetrie informative attraverso la definizione di incentivi adeguati per i diversi partecipanti all'iniziativa (Banca d'Italia, 2008c). Pertanto, principio fondamentale nel PF è ricercare il giusto equilibrio tra l'esigenza di ripartire il rischio d'investimenti ingenti fra una pluralità di soggetti e, al tempo stesso, monitorare in maniera efficace il comportamento del management, assicurando al contempo uno sforzo coordinato di tutte le parti interessate al progetto (Sorge, 2004). Importante corollario a tale principio consiste nel trattare il PF essenzialmente come un problema di merito di credito, sia nell'attività di *screening* e sia, soprattutto, nel monitoraggio continuo delle parti che gravitano attorno alla società veicolo. L'analisi di merito di credito di un'operazione *project* è finalizzata a valutare la combinazione rischio-rendimento dal punto di vista del finanziatore di debito, al fine di stimare la probabi-

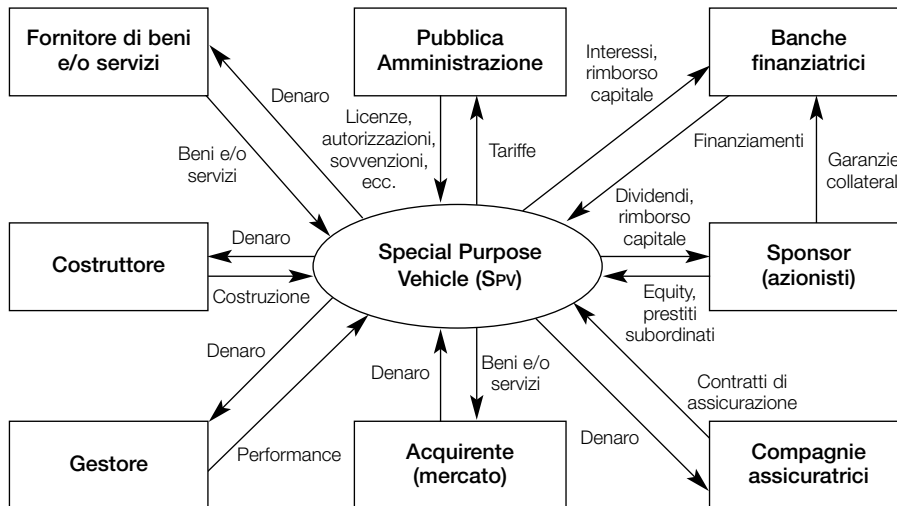
⁵ Su quest'ultimo aspetto si focalizzano le definizioni di PF rinvenibili in Tinsley (2000) e Yescombe (2002).

⁶ Così Beidleman *et al.* (1990): "allocating the various types of risk to those participants best able to manage them is the key ingredient that makes project finance so successful in large-project undertakings". E ancora: "Project finance requires skill in identifying the areas of risk at all stages of a project, allocating each risk component to the appropriate participant, and arranging the many guarantees and undertakings necessary to cover each component of risk. Each project phase – development, construction, and operation – has distinct financial considerations, sets of participants, and associated risks".

⁷ Imperatori (2003) si esprime nei seguenti termini: "Il rischio del progetto (...) viene – ed è questa la caratteristica essenziale di un *project financing* – 'frazionato' sin dall'inizio tra i diversi operatori coinvolti nell'iniziativa. In questo senso, un'operazione di *project financing* è la risultante di un processo di ripartizione dei rischi, frutto di un'intensa negoziazione e concretizzato in una specifica struttura finanziaria".

Il rischio di credito nel project finance

Figura 1 - Lo schema delle relazioni contrattuali nel project finance



Fonte: elaborazione dell'Autore da Tessitore, Favale (2007), p. 70.

lità che i flussi di cassa generati dal progetto siano sufficienti a ripagare interessi e quota capitale del debito contratto secondo le scadenze prefissate. Posto che, per le caratteristiche peculiari di ogni progetto, non è possibile analizzare la struttura finanziaria sulla base di progetti simili nel mercato, i finanziatori fondano le proprie analisi su un accurato modello finanziario e utilizzano tecniche (quali l'analisi di *break even*, l'analisi di scenario e di sensitività) per calcolare la probabilità di *default* durante il periodo di progetto. In definitiva, il finanziatore valuta se la prospettiva del ritorno finanziario dell'investimento compensa i rischi connessi all'operazione di finanziamento.

1.2 Il mercato: evoluzione, dinamiche e prospettive

Comparso intorno al 1930 in Texas, il PF ha avuto inizialmente un'ampia applicazione negli Stati Uniti nel settore dell'energia e dell'estrazione dei combustibili. Negli anni Settanta, il PF ha riscosso successo in Europa nell'ambito degli stessi settori.

Nei decenni successivi, la tecnica del PF è stata, altresì, promossa nei Paesi in via di sviluppo (Pvs), mentre nei Paesi industrializzati è stata utilizzata anche nel settore delle infrastrutture di pubblica utilità, in particolare di quelle di tipo viario (autostrade, tunnel, ecc.). Tale slancio ha avuto origine nel Regno Unito quando, nel 1992, il Governo conservatore britannico vara la c.d. *Private Finance Initiative* (PFI), un programma teso a creare un contesto istituzionale favorevo-

Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

le al coinvolgimento dei capitali privati nella realizzazione e gestione di infrastrutture e servizi pubblici. L'esperienza italiana nel PF ha preso avvio a metà degli anni Novanta con la liberalizzazione del settore elettrico, per poi rivolgersi a quello ambientale, idrico e, più di recente, al settore sanitario/ospedaliero.

Rispetto al resto dei Paesi maggiormente industrializzati, l'Italia ha un significativo *gap* in termini di dotazione infrastrutturale che limita fortemente la crescita economica e la competitività del nostro Paese in ambito internazionale. Come empiricamente dimostrato da Gervasoni, Sartori (2007), in Italia il legame tra dotazione infrastrutturale e crescita economica è positivamente correlato: maggiore è la concentrazione di infrastrutture di trasporto, maggiore è la ricchezza economica prodotta (in termini di PIL).

L'accelerazione e la riqualificazione degli investimenti per la realizzazione di infrastrutture pubbliche o di pubblica utilità possono trarre un forte impulso dal ricorso a forme di finanziamento innovative, riconducibili alla finanza di progetto e al più ampio concetto di Partenariato Pubblico-Privato (PPP)⁸, che favoriscono un maggiore coinvolgimento dei capitali privati nella realizzazione di opere pubbliche. Inoltre, in Italia il PF di tipo infrastrutturale può efficacemente rappresentare una "soluzione per il superamento dei vincoli e dei limiti della finanza pubblica" (Scardovi, 2007).

Nel settembre 2008 la Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e la Commissione europea hanno fondato il "Centro europeo di consulenza in materia di partenariati pubblico-privati" o European PPP Expertise Center (EPEC), alla cui creazione ha preso parte per l'Italia l'Unità Tecnica Finanza di Progetto (UTFP)⁹, per consentire alle Autorità pubbliche degli Stati membri dell'Unione europea e dei Paesi candidati di realizzare più efficacemente le operazioni sotto forma di PPP.

Il Centro EPEC avrà il compito principale di collaborare con il settore pubblico al fine di colmare le carenze in materia di know-how, consentendo di condividere le esperienze tra gli Stati membri, migliorare la gestione del settore pubblico, ridurre i costi legati ai PPP e incrementare il numero di operazioni di questo genere. Del resto, è opinione diffusa che il ricorso al PPP, e quindi anche al PF, "può incentivare un miglioramento nella qualità progettuale e assicurare una contrattualizzazione più adeguata dei servizi per la gestione e la manutenzione delle opere, da cui dipende largamente la loro utilità sociale" (Documento di Programmazione Economico-Finanziaria, 2000-2003)¹⁰.

⁸ Secondo la definizione di S&P's (2005), per Partnership Pubblico-Privato (PPP) o Iniziativa di Finanza Privata (IFP) s'intende qualsiasi rapporto a medio-lungo termine fra il settore pubblico e quello privato, che comporti la condivisione dei rischi connessi ai finanziamenti, alle competenze e alle capacità multisettoriali, volto a conseguire i risultati di *policy* desiderati.

⁹ L'Unità Tecnica Finanza di Progetto (UTFP) è stata istituita dall'art. 7 della Legge n. 144 del 17 maggio 1999 presso il Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica (CIPE) della Presidenza del Consiglio dei Ministri e, a partire dal 2002, il suo parere è divenuto obbligatorio per progetti di importo rilevante.

¹⁰ Ciò è stato autorevolmente evidenziato anche dalla Banca d'Italia (2008a) nella *Relazione Annuale 2007*, ove si sostiene che "negli ultimi anni le Amministrazioni pubbliche hanno presenta-

Il rischio di credito nel project finance

Pertanto, l'ente pubblico consegue un duplice vantaggio dall'utilizzo della finanza di progetto:

- sotto un profilo economico-finanziario, trattandosi come anzidetto di un'operazione *off-balance sheet*, si realizzano opere pubbliche senza il sostenimento di ingenti oneri per la Pubblica Amministrazione;
- sotto un profilo pratico-gestionale, rispetto al tradizionale appalto di lavori pubblici, il PF "genera l'interesse dei privati allo sviluppo di progetti economicamente convenienti anche nella fase della gestione e non più soltanto al momento della costruzione" (Robaldo, 2008).

Tuttavia, atteso che anche nel caso del PF per le opere pubbliche vi è un'integrazione fra reperimento di risorse finanziarie e appalto di costruzione dell'infrastruttura e gestione del servizio, non sempre tale modalità innovativa di fornitura dei servizi pubblici locali si rivela vantaggiosa rispetto all'appalto tradizionale, potendo al contrario generare un aumento dei costi di transazione e di allocazione dei rischi o una riduzione della concorrenza in fase di costruzione e gestione¹¹.

Dall'esame dei dati di mercato relativi al PF elaborati da Gatti (2006a) nel periodo 2001-2004, si evidenzia, sia a livello mondiale che europeo¹², un andamento altalenante dei volumi (forte crescita nel 2001, successivo calo e ripresa nel 2004) e una prevalente concentrazione nei settori energetico, petrolifero, dei trasporti e delle telecomunicazioni. Inoltre, dall'analisi delle *League Tables* sul PF del 2007 pubblicate da Thomson Financial (2008), fra i Paesi dell'Unione europea il primo, in termini di valore complessivo dei progetti finanziati con lo strumento del PF, è il Regno Unito (con un volume di 17.398,9 milioni di dollari), seguito da Spagna (12.206,6 milioni di dollari), Italia (10.532,3 milioni di dollari), Francia (8.371,5 milioni di dollari) e Grecia (6.534,5 milioni di dollari).

Nel mercato europeo del PPP-PF è possibile distinguere quattro segmenti:

to un crescente ricorso a schemi che prevedono la partecipazione del capitale privato al finanziamento di opere infrastrutturali (il Partenariato Pubblico-Privato, la cui forma più utilizzata è il *project financing*). Tali contratti prevedono che la spesa relativa alla costruzione delle opere venga in tutto o in parte sostenuta da imprese private, che ricorrono a fondi propri o a debiti a medio e a lungo termine; il rimborso e la remunerazione del capitale investito sono legati ai ricavi della gestione delle opere medesime per un periodo pluriennale".

¹¹ Essendo la disciplina estremamente flessibile nel caso di opere pubbliche (ad esempio, facoltà e non obbligo di costituzione della Spv, finanziamenti concessi sia sulla base dei *cash flow* futuri sia sulla solvibilità del richiedente e sui *collaterals*), può facilmente adattarsi a fattispecie di PF non "pure" che consentirebbero alle pubbliche amministrazioni di sottrarsi, da un lato, a un impegno finanziario immediato e diretto, dall'altro a norme estremamente rigide nella gestione di servizi pubblici. A tale proposito, si vedano le condizioni rilevanti per un PF, anche in forme non "pure", che si riveli proficuo in sede di realizzazione di opere pubbliche espresse in Banca d'Italia (2008c).

¹² Si tenga conto che i dati europei si riferiscono all'insieme dei Paesi dell'area EMEA (Europe, Middle East e Africa), una zona in cui rientrano sia Paesi sviluppati e sia Pvs, benché nel PF le aree del Middle East e dell'Africa abbiano un peso limitato rispetto al totale dell'area EMEA: nel 2007, infatti, Middle East e Africa hanno raggiunto insieme una quota pari a circa il 38% dell'intero mercato EMEA, a fronte di oltre il 61% della sola Europa.

Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

- mercati “maturi” con un flusso continuo di *deals* (Spagna e Irlanda)¹³;
- mercati “maturi” con flussi discontinui di *deals* (Francia, Austria, Grecia, Belgio)¹⁴;
- mercati in *stand-by* con forti prospettive di crescita (Germania, Portogallo e Paesi dell’Est europeo);
- infine, il caso italiano è considerato un mercato a sé stante: si evidenzia che, nel 2006, l’Italia è stato il “fanalino di coda” del mercato europeo (“Italy at the bottom of the league”) per i pochi progetti avviati (tipicamente consistenti nella selezione del promotore) e un solo progetto giunto al *financial close* (il progetto “ATO 2” in Toscana nel settore idrico per 135 milioni di euro). Tuttavia, come rappresentato nella tabella 1, si osserva che, negli ultimi anni, il totale degli importi stanziati in Italia nell’ambito del PPP-PF¹⁵ è cresciuto sistematicamente (dai 10.574 milioni di euro del 2003 ai 17.802 milioni di euro del 2006), anche nel periodo 2005-2006 nonostante la flessione nel numero dei progetti attivati (passati da 1.699 a 1.336). Al contrario, il 2007 è stato caratterizzato da un aumento del numero di progetti di PPP-PF attivati (passati a 1.487), a cui ha tuttavia corrisposto una considerevole diminuzione degli importi stanziati (attestatisi a 15.195 milioni di euro). Secondo i dati contenuti nella “Guida agli operatori del project finance” di Finlombarda (2007), nell’ultimo anno le banche maggiormente attive nel settore del PF in Italia sono MCC – Mediocredito Centrale Spa del Gruppo bancario Capitalia per volume dei finanziamenti concessi per opere e/o infrastrutture sia private che pubbliche (per complessivi 4.294,6 milioni di euro), mentre Dexia Crediop Spa (con 2.204,5 milioni di euro) è la banca di riferimento per opere e/o infrastrutture esclusivamente pubbliche.

Alla luce di tali evidenze, come espresso dall’Unità Tecnica per la Finanza di Progetto (UTFP), il ricorso al PF e al PPP si sta diffondendo sempre più, sia a livello europeo che internazionale, sostanzialmente per due ordini di motivi:

1. da un lato, il settore privato è posto nelle condizioni di apportare le proprie capacità nell’ambito di progettazione, finanziamento, costruzione e gestione di infrastrutture di pubblica utilità, ottenendone un risultato economico; soltanto una gestione efficiente e di qualità consente di generare i *cash flow* necessari al rimborso del debito contratto e alla remunerazione degli azionisti;

¹³ Nel 2006 la Spagna ottiene le performance migliori sul mercato del PPP-PF: ha avviato 16 grandi progetti che hanno raggiunto nel 2006 il *financial close* per complessivi 4 miliardi di euro nei settori sanità, aeroporti e nei trasporti (strade e metropolitane leggere). Inoltre, anche le prospettive di crescita sono rosee, avendo la Spagna avviato altri importanti progetti soprattutto nei trasporti (strade e aeroporti).

¹⁴ Nel 2006 in Francia 4 grandi progetti (relativi ad autostrade, carceri e ospedali) hanno raggiunto il *financial close* e tanti altri sono stati avviati in ambito ferroviario e autostradale.

¹⁵ Si consideri che nella tabella 1 sono rappresentati i dati aggregati del PPP-PF come elaborati dall’Osservatorio Nazionale del Project Financing, nell’ambito dei quali non è affatto possibile individuare le procedure di PF *strictu sensu*. Tuttavia, gli stessi dati consentono di rappresentare con attendibilità una *proxy* del fenomeno *project* in Italia.

Il rischio di credito nel project finance

Tabella 1 - Il mercato italiano del PPP-PF

Tipologia di avviso	2003		2004		2005		2006		2007	
	Numero di progetti	Totale importo ⁽¹⁾	Numero di progetti	Totale importo ⁽¹⁾	Numero di progetti	Totale importo ⁽¹⁾	Numero di progetti	Totale importo ⁽¹⁾	Numero di progetti	Totale importo ⁽¹⁾
Selezione delle proposte di PF	629	4.114	703	7.245	625	5.762	471	8.259	488	9.373
Gare di concessione di costruzione e gestione a iniziativa privata	100	1.173	138	1.127	125	2.838	128	3.708	140	4.253
Gare di concessione di costruzione e gestione a iniziativa pubblica	161	3.286	280	1.299	183	2.212	249	1.755	227	1.096
Gare di concessione di servizi	233	1.392	345	2.375	506	4.245	364	3.782	529	349
Altre gare/procedure di PPP	107	606	181	650	260	1.817	124	295	103	124
Totale	1.230	10.574	1.647	12.699	1.699	16.876	1.336	17.802	1.487	15.195

⁽¹⁾ Il valore degli importi si intende in milioni di euro.

Fonte: elaborazione dell'Autore dall'Osservatorio Nazionale del Project Financing (anni vari).

Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

2. dall'altro, anche il settore pubblico trae benefici, in termini economico-finanziari, dalla presenza di privati nel progetto, attraverso una riduzione del proprio impegno finanziario complessivo oltre che da un miglioramento della qualità dei servizi erogati.

Come è stato già rilevato, sono numerose le ragioni per le quali il ricorso al PPP può dare attualmente, anche in Italia, un importante contributo al processo di modernizzazione del Paese:

- la possibilità di incrementare la dotazione infrastrutturale a parità di risorse pubbliche impegnate;
- una più attenta fase di programmazione, l'adozione di procedure di gara trasparenti, una migliore allocazione dei rischi;
- una maggiore trasparenza dei costi complessivi di gestione dei servizi (concorrenza);
- un miglioramento dei servizi di pubblica utilità erogati a parità di spesa pubblica.

I progetti realizzabili attraverso interventi di PPP sono identificati in tre principali tipologie, in base alla propria capacità di ripagarsi (UTFP, 2002a):

1. "opere calde" o progetti dotati di una intrinseca capacità di generare reddito attraverso ricavi di utenza: i ricavi commerciali prospettici di tali progetti consentono al settore privato un integrale recupero dei costi di investimento nell'arco della vita della concessione. In tale tipologia di progetti, il coinvolgimento del settore pubblico si limita a identificare le condizioni necessarie del progetto, facendosi carico delle fasi iniziali di pianificazione, autorizzazione, indicazione dei bandi di gara per l'assegnazione delle concessioni e fornendo la relativa assistenza per le procedure autorizzative. Generalmente, le opere calde consistono in "opere infrastrutturali e/o produttive di dimensioni medio-grandi, con mercato ben delimitato e con un *cash flow* prevedibile" (Gentile, 2005);
2. "opere fredde" ad apporto prevalentemente pubblico o progetti in cui il concessionario privato fornisce direttamente servizi alla Pubblica Amministrazione: è il caso di tutte quelle opere pubbliche (carceri, ospedali, scuole) per le quali il soggetto privato che le realizza e gestisce trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) da pagamenti effettuati dalla Pubblica Amministrazione;
3. "opere tiepide" o progetti che richiedono una componente di contribuzione pubblica: è il caso di iniziative i cui ricavi commerciali da utenza sono di per se stessi insufficienti a generare adeguati ritorni economici, ma la cui realizzazione genera rilevanti esternalità positive, in termini di benefici sociali indotti dall'infrastruttura, che giustificano l'erogazione di una componente di contribuzione pubblica.

Negli ultimi anni in Italia il tema dello sviluppo infrastrutturale ha caratterizzato in maniera determinante l'agenda politica nazionale. In tale contesto, molteplici interventi legislativi hanno integrato e/o progressivamente corretto e migliorato il quadro normativo-regolamentare di riferimento del PF, come sintetizzato nel riquadro 1.

Il rischio di credito nel project finance

Riquadro 1 - Il quadro legislativo del project finance in Italia

In Italia la disciplina relativa al Pf pubblico è stata introdotta, nell'ambito della normativa sugli appalti pubblici (Legge n. 109 dell'11 febbraio 1994 o "Legge quadro in materia di lavori pubblici", anche detta "Merloni"), con la Legge n. 415 del 18 novembre 1998 (la c.d. "Merloni *ter*"), ove sono dettate alcune disposizioni sulla c.d. "concessione di lavori pubblici" per favorire la realizzazione di opere pubbliche attraverso lo strumento del Pf.

Successivamente, sulla disciplina della finanza di progetto hanno inciso gli interventi normativi operati dalla Legge n. 443 del 21 dicembre 2001 ("Delega al Governo in materia di infrastrutture e insediamenti produttivi strategici e altri interventi per il rilancio delle attività produttive" o "Legge obiettivo") e dal D.Lgs. n. 190 del 20 agosto 2002 di attuazione della suddetta delega, così come dalla Legge n. 166 del 1° agosto 2002 (la c.d. "Merloni *quater*"), che ha, tra l'altro, introdotto un "diritto di prelazione" a favore del soggetto promotore, e in seguito dalla Legge n. 62 del 18 aprile 2005 ("Legge comunitaria 2004"), che ha recepito alcune delle osservazioni della Commissione delle Comunità europee espresse nella procedura di infrazione n. 2001/2128 promossa nei confronti dello Stato italiano ex art. 226 del Trattato Ce.

Attualmente, il quadro legislativo nazionale del Pf è contenuto nel "Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle Direttive 2004/17/Ce e 2004/18/Ce" (D.Lgs. n. 163 del 12 aprile 2006), oltre che nelle successive disposizioni correttive e integrative definite "primo correttivo" (D.Lgs. n. 6 del 26 gennaio 2007), "secondo correttivo" (D.Lgs. n. 113 del 31 luglio 2007), "terzo correttivo" (D.Lgs. n. 152 dell'11 settembre 2008).

Al momento, inoltre, è in attesa di essere definitivamente approvato lo schema di regolamento di esecuzione e attuazione del codice dei contratti pubblici, che andrà a sostituire integralmente i precedenti regolamenti di cui al D.P.R. n. 554/1999 e al D.P.R. n. 34/2000 (attuativi della Merloni *ter*).

Le tipologie di Pf previste dall'attuale normativa nazionale esposta nel codice dei contratti pubblici (D.Lgs. 163/2006) sono essenzialmente due:

1. *Pf a iniziativa privata* (art. 37-bis e ss. della Legge n. 109/1994, come sostituito dall'art. 153 e ss. del D.Lgs. n. 163/2006), a sua volta articolato in selezione di proposte (una valutazione amministrativa "discrezionale" che si conclude con l'individuazione, ove possibile, delle due offerte di pubblico interesse economicamente più vantaggiose da far concorrere successivamente con il promotore) e gare di concessione di costruzione e gestione su proposta del promotore (disciplinate all'art. 155 del codice dei contratti pubblici);
2. *Pf a iniziativa pubblica* (art. 19, comma 2, della Legge n. 109/1994, come sostituito dall'art. 143 del D.Lgs. n. 163/2006), ovvero gare di concessione di costruzione e gestione su proposta della stazione appaltante, secondo cui è l'amministrazione a pubblicare un bando per l'affidamento della concessione.

A seguito della procedura di infrazione n. 2001/2128 promossa dalla Commissione europea a fronte di una violazione del principio della parità di trattamento, il secondo correttivo al codice dei contratti (D.Lgs. n. 113/2007) ha rimosso il diritto di prelazione (introdotto dalla Merloni *quater* e previsto all'art. 154 del codice dei contratti) in favore del soggetto promotore, ovvero di preferenza per il promotore che adegui la propria proposta a quella più conveniente del concorrente, risultando in tal modo vincitore della gara; mentre, qualora non risulti l'assegnatario finale della gara, il soggetto promotore ha comunque diritto al rimborso, a carico dell'aggiudicatario, delle spese effettivamente sostenute per la predisposizione della proposta (come stabilito all'art. 155 del codice dei contratti).

Con la rivisitazione di tutto l'articolato relativo all'istituto del Pf operata dal terzo correttivo (D.Lgs. n. 152/2008), attualmente la distinzione da fare è essenzialmente tra:

- *attivazione a iniziativa delle Amministrazioni Pubbliche*: in questo caso, il concessionario viene individuato attraverso una gara unica (disciplinata dai commi 1-14 dell'art. 153) ricorrendo al criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa e sulla base di un mero studio di fattibilità oppure, in alternativa, attraverso una doppia gara (comma 15 dell'art. 153) che ricalca la disciplina precedente: al termine della prima gara viene nominato promotore il soggetto che ha presentato la migliore offerta, il quale fornisce un progetto preliminare sulla cui base viene indetta una seconda gara per individuare l'affidatario della concessione, con diritto di prelazione che rimane in capo al promotore;
- se entro il termine di sei mesi dalla deliberazione dell'utilizzo di una delle due procedure di affidamento previste dall'art. 153, commi 1-14 (gara unica) e comma 15 (doppia gara), l'amministrazione non pubblica i relativi bandi di gara, è possibile l'*attivazione a iniziativa dei privati* (comma 16 dell'art. 153), anche in questo caso con la reintroduzione del diritto di prelazione in favore del promotore.

Fonte: elaborazione dell'Autore.

Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

Oltre all'utilizzo della struttura del PF per la realizzazione, l'acquisizione e il completamento di opere pubbliche o di pubblico interesse, le Amministrazioni pubbliche hanno a disposizione ulteriori strumenti di finanziamento, tra cui quello del leasing finanziario immobiliare, il cui istituto è stato introdotto di recente nel nostro ordinamento giuridico a opera della legge finanziaria per il 2007 (Legge n. 296 del 27 dicembre 2006, art. 1, commi 907-908 e 912-914). Le relative norme sono state successivamente trasposte, mediante il D.Lgs. n. 113/2007 o secondo correttivo, nel codice dei contratti pubblici (D.Lgs. n. 163/2006), ove è stato introdotto l'art. 160-*bis* rubricato "Locazione finanziaria di opere pubbliche o di pubblica utilità". L'UTFP (2008) ne approfondisce i vantaggi e le criticità in relazione ad altre forme di PPP, evidenziando come tale strumento possa costituire una valida alternativa a quelli dell'appalto di lavori pubblici e della concessione di costruzione e gestione (appunto il PF), anzitutto per la realizzazione delle opere destinate all'utilizzazione diretta della Pubblica Amministrazione (le c.d. "opere fredde"), "in cui la remunerazione del privato per la realizzazione dell'opera non è costituita dal servizio reso bensì dai canoni che la Pubblica Amministrazione versa alla società di leasing per ottenere l'infrastruttura (finanziamento pubblico sub specie di canone)" (UTFP, 2008). Rileva sottolineare come, nonostante spesso si tratti dell'unica strada percorribile nel breve termine dagli enti pubblici (per la sua finalità di reperimento di risorse finanziarie da un soggetto privato a vantaggio del mancato esborso di risorse pubbliche immediato), il ricorso a un'operazione di leasing risulta conveniente per il soggetto pubblico solo se vi è un contemporaneo trasferimento di parte dei rischi dalle Amministrazioni Pubbliche alla società di leasing, la quale oltre a essere il partner finanziario acquisirebbe in tal modo anche un ruolo di "supporto" e di "tesoreria" attraverso la regolazione dei pagamenti dei fornitori in tempo reale¹⁶.

Pur evidenziando esperienze positive, l'avviato processo di sviluppo del PF è, tuttavia, caratterizzato da taluni aspetti controversi e da criticità di natura normativo-regolamentare che, da un lato, non favoriscono la partecipazione dei privati alla realizzazione di opere pubbliche in regime di PF e, dall'altro, generano un'elevata mortalità dei progetti avviati. Con riferimento a tali criticità, l'ABI (2007) ha avanzato una serie di proposte di emendamento alla vigente normativa sui lavori pubblici, al fine di favorire lo sviluppo del mercato del PF in Italia. Tra queste, rileva citare quella relativa alla previsione di un'unica gara (in luogo delle tre sotto-fasi consequenziali: presentazione delle proposte, gara finalizzata all'individuazione delle due migliori offerte, procedura negoziata tra promotore e *competitors*) nelle procedure di concessione di lavori pubblici a iniziativa pri-

¹⁶ Anche alla luce delle difficoltà attuative esposte nel documento del 2008, l'UTFP auspica "un intervento del Ministero delle Infrastrutture ovvero dell'Autorità per la vigilanza sui contratti pubblici finalizzato a risolvere i dubbi interpretativi e le lacune normative e regolamentari che caratterizzano l'istituto del leasing immobiliare pubblico. Ciò anche al fine di rendere "attuabile" tale strumento per gli operatori bancari e finanziari" (UTFP, 2008).

Il rischio di credito nel project finance

vata. La *ratio* di tale soluzione risiede nella mancanza di incentivi per il promotore a predisporre un progetto preliminare da porre a base della gara, a seguito dell'eliminazione *tout court* del diritto di prelazione in suo favore. Senza tale emendamento, il promotore rischierebbe "che gli altri partecipanti alla gara si appropriino delle sue idee progettuali e ottengano la concessione grazie a un mero rilancio sul prezzo in sede di gara" (ABI, 2007)¹⁷.

La proposta di "gara unica" dell'ABI è stata in parte accolta: in materia di finanza di progetto, infatti, il D.Lgs. n. 152/2008 ha reintrodotto il diritto di prelazione soppresso dal secondo correttivo, limitatamente ad alcune ipotesi procedurali attivabili sia su iniziativa dell'amministrazione, mediante la pubblicazione di un bando, sia su iniziativa di soggetti privati, mediante la formulazione di una proposta rivolta all'amministrazione aggiudicatrice¹⁸. La stessa Autorità per la Vigilanza sui Lavori Pubblici (con Atto di determinazione n. 1 del 14 gennaio 2009) ha ritenuto opportuno emanare delle linee-guida sul PF dopo l'entrata in vigore del D.Lgs. n. 152/2008, il quale introduce all'art. 153 del codice dei contratti pubblici un sistema innovativo che comporta per l'amministrazione una scelta preliminare tra la "tradizionale" procedura di affidamento delle concessioni di lavori pubblici (prevista dall'art. 143 del D.Lgs. n. 163/2006) e due nuove procedure, oltre a una terza a cui i soggetti privati legittimati dalla norma possono ricorrere per superare l'eventuale inattività della Pubblica Amministrazione stessa.

La definizione degli interventi prioritari, i meccanismi di coesione e di consenso locale, il reperimento di risorse finanziarie, l'individuazione dei modelli istituzionali e l'indicazione degli schemi e delle modalità attraverso cui realizzare le opere programmate rappresentano i principali temi sui quali pubblico e privato dovrebbero completare il percorso intrapreso, tenendo conto che sono in primo luogo le banche a dover contribuire allo sviluppo del PF in Italia, considerato il ruolo cruciale e decisivo svolto dalle stesse nella diffusione della cultura del PF (Zadra, 2000).

1.3 Le attività delle banche

Gli intermediari finanziari possono essere coinvolti, a vario titolo, nella definizione dell'operazione di PF. I ruoli svolti dalle banche sono essenzialmente i seguenti: *advisor*, *agent*, *arranger*, asseveratore, *guarantor*, *lender*, *manager*, *participant*, *underwriter*, ecc. I due ruoli chiave, costituiti dalle attività di *advisory* e *arranging* dell'operazione di PF, sono svolti fondamentalmente dalle grandi

¹⁷ Oltretutto, attraverso tale semplificazione procedurale è possibile accorciare considerevolmente i tempi di assegnazione della concessione favorendo una più effettiva concorrenza, oltre alla possibilità di ridurre il rischio di ricorsi da parte dei non aggiudicatari.

¹⁸ Tuttavia, nel parere espresso dal Consiglio di Stato è stato affermato che l'istituto del PF, così come modificato, rischierebbe di essere una duplicazione dell'istituto della concessione; in realtà, la distinzione fra i due istituti risiede proprio nel sistema di finanziamento dell'opera pubblica.

Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

banche commerciali o da *merchant e investment banks* internazionali; mentre il resto delle funzioni possono essere esercitate sia dalle banche commerciali, sia da altri investitori istituzionali (fondi pensione e fondi di *venture capital*).

L'attività di *advisory* consiste nell'insieme delle funzioni di consulenza e assistenza essenzialmente esercitate per valutare, in via preventiva, la fattibilità economico-finanziaria dell'iniziativa e per definire il mix delle fonti di finanziamento della SPV¹⁹. Gli sponsor selezionano i propri consulenti sulla base dei seguenti elementi: reputazione, posizione competitiva, *track record* (settoriale e/o geografico) maturato. Essendo un'attività a forte contenuto di servizio, l'*advisory* non richiede alcun impegno di capitali a titolo di finanziamento e, di conseguenza, è un'area in cui sono prevalentemente specializzate le banche di investimento; è tuttavia rilevante la presenza anche delle banche commerciali.

L'attività di *arranging* consiste nell'ottenimento del mandato, da parte degli sponsor dell'iniziativa, a strutturare e gestire il contratto di finanziamento, a partire dall'iniziale contatto con le banche finanziatrici interessate all'iniziativa e al loro successivo coordinamento, fino alla sindacazione dei finanziamenti sui mercati finanziari. Tale funzione è peculiare delle banche commerciali dotate di solide relazioni internazionali, elevato *standing* finanziario e ingente dotazione patrimoniale. Oltre a tali caratteristiche, gli sponsor valutano anche la reputazione, l'esperienza maturata, la flessibilità e il costo del finanziamento. Spesso l'*arranging* è accompagnato dal rilascio di una garanzia di sottoscrizione del prestito (*underwriting*) ai promotori, con cui gli stessi sono tutelati dalla mancanza di finanziatori interessati all'iniziativa; al tempo stesso, tale garanzia incentiva le banche finanziatrici a partecipare all'operazione, poiché dimostra tacitamente la fiducia riposta dall'*arranger* nel progetto.

Per quanto attiene agli altri ruoli ricoperti dalle banche, si sostanziano nei seguenti:

- il *manager* rappresenta la banca che eroga parte del finanziamento strutturato dall'*arranger* e si distingue in base alla quota effettivamente erogata in *lead manager*, *manager* e *co-manager*;
- il *participant* è la banca che partecipa al finanziamento strutturato dall'*arranger* con una quota inferiore alla soglia minima stabilita per acquisire lo status di *manager*;
- nel caso di iniziative con un contenuto investimento, (*bilateral*) *lender* è la banca che eroga l'intero importo del finanziamento richiesto dal progetto, denominato anche "finanziatore unico";
- l'*underwriter* è la banca che, sottoscrivendo a fermo il finanziamento, garantisce allo sponsor la disponibilità delle somme necessarie all'iniziativa anche in caso di esito negativo della sindacazione del prestito sul mercato interbancario; come scritto prima, tale ruolo è spesso ricoperto dallo stesso *arranger* e, a volte, anche dal *lead manager*;

¹⁹ Tali funzioni saranno esplicitate in maniera più dettagliata nel successivo cap. 6, dedicato proprio alla struttura finanziaria del Pf.

Il rischio di credito nel project finance

- si definisce *asseveratore* la banca che attesta la validità del piano economico-finanziario presentato dallo sponsor;
- la *documentation bank* è responsabile della corretta stesura dei documenti e dei contratti necessari per la concessione del finanziamento;
- l'*agent bank* si occupa della gestione contabile e amministrativa dei *cash flow* della Spv durante la fase di finanziamento;
- la banca garante (*guarantor*) si occupa del rilascio di garanzie (attualmente previste nella forma di *bid-bond*, *performance-bond*, *advance payment guarantee*) per i partecipanti a gare relative alla concessione di costruzione e gestione di opere pubbliche;
- infine, la *hedging bank* fornisce soluzioni e strumenti finanziari derivati (ad esempio, *interest rate swap*, *currency swap*, ecc.) a copertura dei rischi finanziari a cui è sottoposto il progetto.

Limitando l'analisi che segue ai due ruoli principali e posto che, solo nel caso in cui l'*advisor* disponga anche di una forza finanziaria consistente, può contemporaneamente rivestire il ruolo di *arranger* dell'operazione di PF, si pone per gli sponsor la scelta fra tre diverse alternative in merito alle due attività di *advisory* e *arranging* (Gatti, 2006a):

- separare nettamente i due ruoli strategici (modello della specializzazione);
- integrare *a priori* le due funzioni in capo allo stesso intermediario (modello dell'integrazione);
- decidere, sulla base della convenienza competitiva, se l'*advisor* selezionato può ricoprire anche il ruolo di *arranger*.

In dottrina, Baravelli (2003) definisce l'organizzazione del lavoro in banca finalizzata all'offerta di servizi "su misura" originali e innovativi che qualificano interventi nei quali non sono noti *ex ante* né i problemi, né le soluzioni, quali strutture originali "ad hoc" (Mintzberg, 2004). Orbene, nel PF il modello di organizzazione del lavoro è quello dell'attività professionale con una presenza limitata di coordinamento gerarchico e con l'integrazione delle competenze interne con quelle di professionisti esterni da attingere sul mercato.

Secondo le *League Tables* sul PF del 2007, a livello mondiale l'*advisor* principale è stato Ernst & Young, seguito da Price Waterhouse/Coopers e KPMG Corporate Finance. Il mercato globale degli *advisor* è comunque caratterizzato da una notevole disomogeneità dei concorrenti: oltre alle divisioni di *corporate finance* delle maggiori società di consulenza e revisione presenti nei primi posti, vi sono altri *advisor* puri e diverse banche commerciali integrate (BNP Paribas, Deutsche Bank, Dexia, Citigroup, Royal Bank of Scotland)²⁰, mentre le grandi *merchant* e *investment banks* internazionali (JP Morgan, Lehman Brothers,

²⁰ Alla luce della crisi globale senza precedenti che ha ormai investito tutti i settori, negli ultimi mesi anche le maggiori banche commerciali operative a livello internazionale (tra cui, nell'ordine, Citigroup, BNP Paribas, Fortis, Dexia, Hypo Real Estate, Royal Bank of Scotland, Commerzbank) hanno subito enormi perdite, richiedendo l'aiuto dei governi nazionali.

Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

Merrill Lynch, Morgan Stanley)²¹ hanno perso le posizioni di testa che avevano nella prima metà degli anni Novanta. Anche a livello europeo si evidenzia la predominanza delle maggiori società di consulenza e revisione seguite dalle grandi banche commerciali integrate, a conferma della superiorità competitiva del modello di intermediario “integrato”²².

Inoltre, dall’analisi dei dati, si riscontra che gli *advisor* che compaiono nelle prime posizioni per numero di operazioni concluse (*deals*) non vi rientrano, invece, per il relativo valore effettivo: ad esempio, nella classifica mondiale Citigroup risulta posizionato al secondo posto per volume complessivo (pari a 10.254 milioni di dollari) delle attività di *advisory* concluse nel 2007, mentre per numero di mandati ricevuti (4, dei quali 2 da sponsor privati e 2 da sponsor pubblici) è solo ventiquattresimo; analogamente, nonostante Ernst & Young nel 2007 sia primo per numero di *deals* ricevuti (134, di cui ben 81 da parte di sponsor pubblici, 31 da sponsor privati e 22 *bidders* in una gara), è invece solo decimo in termini di volumi complessivi (pari a 3.970 milioni di dollari). Tale evidenza è motivata dalla considerazione che gli *advisor* sono concentrati su un elevato numero di operazioni di importo contenuto oppure su un ristretto numero di *deals* di grandi dimensioni.

Il mercato degli *arranger* è, al contrario del precedente, più omogeneo: nelle prime posizioni sono, difatti, presenti le grandi banche commerciali e *investment banks*, mentre mancano le divisioni di *corporate finance* delle più importanti società di consulenza e revisione. Leader del mercato globale nel 2007 è stata BNP Paribas, con 94 *deals* conclusi per un totale di 14.580,2 milioni di dollari (pari al 6,6% del mercato), seguita dalle maggiori banche europee (nell’ordine, Royal Bank of Scotland, Dexia e Calyon). Dall’esame delle *League Tables* del 2007, inoltre, anche nell’area EMEA emerge BNP Paribas con 72 *deals* e un volume complessivo di 12.136,2 milioni di dollari (pari al 9,3% del mercato), seguita da Royal Bank of Scotland (con 53 *deals* e il 6,9% del mercato), Calyon (con 38 *deals* e il 5,3% del mercato) e Dexia (con 40 *deals* e il 4,5% del mercato).

Con riferimento al mercato italiano, in cui le operazioni di Pf sono comparse solo agli inizi degli anni Novanta e spesso su iniziativa del settore pubblico, le banche commerciali domestiche sono state solitamente marginali (con un ruolo quasi esclusivamente di *participant*) rispetto a quelle estere, più consolidate nel mercato. Tuttavia, negli anni, è stato rilevante il ruolo di *advisor* svolto da BNL, mentre per l’attività di *arranging* si sono distinte Banca Antonveneta, Banca Intesa, Mediobanca, San Paolo IMI, Unicredito Italiano. Recentemente, nelle *League Tables* del 2007 relative all’intera area EMEA, il Gruppo Unicredit com-

²¹ Sul finire del 2008, in seguito alla recente crisi internazionale, il modello delle *investment banks* statunitensi è entrato in grave difficoltà, con il fallimento di Lehman Brothers (e relativa ammissione alla procedura di riorganizzazione ai sensi del *Chapter 11* del *Bankruptcy Code*), l’acquisizione di Merrill Lynch da parte di Bank of America, la trasformazione avviata di Morgan Stanley e Goldman Sachs in banche commerciali.

²² Per un esame del rapporto fra assetti organizzativi ed efficienza della diversificazione bancaria, si rinvia a Schwizer (1996).

Il rischio di credito nel project finance

pare alla nona posizione (mentre l'anno precedente era solo trentaduesimo), con 26 *deals* e un volume complessivo di 3.373,1 milioni di dollari (pari al 2,6% del mercato), mentre il *Gruppo Intesa Sanpaolo* è presente al sedicesimo posto, con 12 *deals* e un volume complessivo di 2.138,8 milioni di dollari (pari all'1,6% del mercato)²³.

Nella *Relazione Annuale 2007*, Banca d'Italia (2008a) osserva che, tra il 2002 e il 2007, il numero delle gare di PF svoltesi in Italia è cresciuto da 186 a 362, così come il loro valore complessivo è passato da 1,3 a 5,2 miliardi di euro. Tuttavia, l'importo medio delle operazioni *project* è piuttosto limitato (nel 2007, è stato all'incirca pari a 18 milioni di euro), poichè tale strumento è spesso impiegato "per opere di ridotta dimensione e prive di complesse interazioni tra costruzione e successiva gestione (quali scuole e parcheggi)". Anche a seguito di tali evidenze, sarebbe auspicabile per gli intermediari finanziari italiani l'adozione di un modello di banca "integrata", applicabile altresì alle banche regionali di dimensione medio-piccola, piuttosto che la specializzazione in uno dei settori-chiave *arranging/advisory*.

Capizzi *et al.* (2007) osservano come, all'interno delle banche domestiche, è possibile distinguere tra operatori di maggiore dimensione e piccole realtà focalizzate in uno o due settori: la prima tipologia di operatori cercherà di competere con le grandi banche d'affari internazionali, "forti anche della presenza capillare in tutto il territorio nazionale e del rapporto, spesso privilegiato, con la Pubblica Amministrazione", a partire dalla quale si origineranno i progetti; al contrario, i piccoli operatori cercheranno di "ritagliarsi una nicchia autonoma all'interno del mercato" che sia altamente specializzata e poco attraente per le grandi banche, ad esempio dedicandosi alle piccole opere di riassetto urbanistico e riammodernamento infrastrutturale.

Sulla base di quanto rilevato, le opportunità per le banche italiane *advisor* e/o *arranger* si concentrano su *deals* di ridotte dimensioni e in settori con un forte coinvolgimento privato-pubblico; al tempo stesso, le banche italiane, soprattutto quelle di medie dimensioni (Zadra, 2000), possono consolidare la propria esperienza nell'ambito del PF attraverso attività di *co-arranging* o di *co-underwriting* in progetti curati da intermediari sovranazionali, i quali beneficino in tal modo delle relazioni commerciali consolidate esistenti tra sponsor/enti pubblici e banche locali domestiche.

Nell'ambito del PF, infatti, le banche regionali dispongono di un consistente vantaggio competitivo (Comana, 2004), rappresentato dal forte radicamento territoriale e dalla conseguente maggiore prossimità alle amministrazioni pubbliche locali: disponendo di solide relazioni commerciali e conoscenze approfondite sugli enti-clienti, possono coadiuvare gli intermediari di maggiori

²³ Si evidenzia che, a livello globale, il Gruppo Unicredit è presente in tredicesima posizione, con 39 *deals* complessivi per un valore di 4.412,8 milioni di dollari (pari al 2% del mercato), mentre il Gruppo Intesa Sanpaolo compare al ventottesimo posto, con 16 *deals* complessivi per un valore di 2.270,0 milioni di dollari (pari all'1% del mercato).

Il project finance: analisi di mercato e ruolo delle banche

dimensioni nella valutazione dei progetti che più si adattano al contesto locale e nell'allocazione dei rischi del progetto nel modo più opportuno.

Alla luce delle suddette considerazioni, pertanto, anche a livello domestico appare più efficace il modello dell'integrazione dei due ruoli nello stesso intermediario finanziario, piuttosto che il modello della specializzazione con una focalizzazione sull'attività o di *advisory* o di *arranging*.

In base ai dati contenuti nella "Guida agli operatori del project finance" di Finlombarda (2007) e aggiornati al primo semestre del 2007, sono 35 le banche che operano nel PF, di cui 26 italiane e 9 straniere (ma con sede operativa in Italia), mettendo in campo unità organizzative dedicate al PF e 196 professionisti di settore. Tuttavia, solo 8 enti creditizi (vale a dire: Centrobanca – Banca di Credito Finanziario e Mobiliare, Dexia Crediop, Fortis Bank – succursale in Italia, Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo – Gruppo Intesa SanPaolo, Interbanca – Gruppo Banca Antonveneta, MPS Banca per l'Impresa, WestLB – succursale di Milano) svolgono tutte le attività tipiche del PF, sintetizzate nella tabella 2, mentre 24 banche svolgono le due attività chiave di *advisory* e *arranging*, le quali, insieme alla funzione di *lending*, coinvolgono invece 23 enti creditizi (assente Banca Finnat Euramerica rispetto al caso integrato dei due ruoli).

Sono prevalentemente Banca IMI e Banca OPI del Gruppo Intesa SanPaolo (con 83 mandati complessivamente ricevuti) a svolgere in Italia il ruolo di *advisor* in progetti inerenti opere e/o infrastrutture sia private che pubbliche, seguite a distanza da MCC – Mediocredito Centrale del Gruppo bancario Capitalia, Unicredit Infrastrutture del Gruppo Unicredit e BNP Paribas BNL – Project Finance, rispettivamente con 58, 53 e 48 mandati totali. Con riferimento al ruolo di *advisor* in progetti inerenti opere e/o infrastrutture solo pubbliche sono sempre Banca IMI e Banca OPI (con 79 mandati complessivamente ricevuti) a guidare la classifica, seguite da Unicredit Infrastrutture (con 40 mandati), MCC – Mediocredito Centrale (con 35 mandati) e Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo (con 34 mandati totali).

Per quanto attiene il ruolo di *arranger* e/o *bilateral lender* in progetti relativi a opere e/o infrastrutture sia private che pubbliche oppure solo pubbliche, *leader* del mercato è BNP Paribas BNL – Project Finance, rispettivamente con 99 e 30 mandati complessivamente ricevuti, seguita da MCC – Mediocredito Centrale

Tabella 2 - Le attività delle banche operative in Italia nel project finance

Attività	Banche
Advisory	27
Arranging	26
Lending	29
Asseverazione	32
Gestione della documentazione	19
Agency	19
Prestazione di garanzie	15
Hedging	14

Fonte: elaborazione dell'Autore da Finlombarda (2007), p. 45.

Il rischio di credito nel project finance

nel caso di opere sia private che pubbliche (con 87 mandati totali), mentre nel caso di opere solo pubbliche da Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo e Unicredit Infrastrutture (entrambe con 23 mandati totali), Banca IMI e Banca OPI (con 22 mandati) e MCC – Mediocredito Centrale (con 20 mandati).

Anche con riferimento al ruolo di *manager* in progetti inerenti opere e/o infrastrutture sia private che pubbliche oppure solo pubbliche, è BNP Paribas BNL – Project Finance, rispettivamente con 86 e 24 mandati complessivamente ricevuti, la banca leader del mercato italiano, seguita da MCC – Mediocredito Centrale (con 65 mandati) nel caso di opere sia private che pubbliche e da Unicredit Infrastrutture (con 18 mandati) nel caso di opere solo pubbliche.

Infine, il ruolo di *asseveratore* in progetti inerenti opere e/o infrastrutture sia private che pubbliche è ricoperto, con eguale numero di mandati complessivi (pari a 47), da MCC – Mediocredito Centrale, da Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo e da Banca IMI e Banca OPI; invece, nel caso di opere solo pubbliche prevale Banca Intesa Infrastrutture e Sviluppo (con 45 mandati), seguita da Banca IMI e Banca OPI (con 44 mandati).

Secondo la rilevazione di Finlombarda (2007), quindi, le attività prevalentemente svolte dagli intermediari finanziari italiani coinvolti in operazioni di PF risultano:

- la strutturazione e sottoscrizione dei finanziamenti (*arranging*), con 26 banche coinvolte;
- la consulenza finanziaria (*advisory*), svolta da 27 banche;
- l'erogazione del finanziamento (*lending*), effettuata da 29 banche;
- la valutazione dei piani economico-finanziari (*asseverazione*), che coinvolge 32 banche italiane.

Pertanto, anche per poter attuare il rilancio infrastrutturale del nostro Paese, nel medio-lungo periodo si rende opportuno per le banche italiane l'adozione di un ruolo maggiormente proattivo a supporto delle iniziative in PF.