

IL PROJECT FINANCE

PER LE INFRASTRUTTURE E LO SVILUPPO

di Massimo Preziuso – LUISS/LSE*

28 Gennaio 2008

Semplificando, una Infrastruttura economica è definibile come un “*asset* permanente che una collettività richiede per facilitare l’ordinaria operatività della propria economia”¹, principalmente nei settori dei trasporti, dell’energia, dell’acqua e delle comunicazioni.

A causa delle grandi dimensioni dei progetti, degli ingenti costi e della sovente presenza di caratteristiche di monopolio, le infrastrutture economiche sono state storicamente finanziate, costruite, possedute e gestite dallo Stato.

Negli anni ’90, a seguito del fenomeno delle privatizzazioni i Paesi europei hanno disciplinato la concorrenza e portato sul mercato la gestione a tariffa di molti servizi di pubblica utilità (energia, acqua, trasporti, reti, rifiuti, comunicazioni)².

Tutto ciò ha comportato conseguenze importanti per i sistemi finanziari dei Paesi interessati, e ha immesso sul mercato imprese e attività, in precedenza gestite e finanziate dallo Stato e a carico dei bilanci pubblici.

In più, il rischio elevato associato a molte privatizzazioni, nonché i rilevanti capitali necessari per il loro finanziamento e la necessità di mettere insieme esperienze imprenditoriali diverse hanno fatto sì che per la loro realizzazione si affermasse la formula della cosiddetta **Società di Progetto**, e con essa la tecnica del *Project Finance*.

Il *Project Finance* “è un metodo di raccolta di debito di lungo periodo per lo sviluppo di grandi progetti attraverso una ingegneria finanziaria, che dipende da una dettagliata valutazione dei rischi di costruzione, operativi e di fatturato, e dalla loro successiva allocazione tra investitori, creditori, e altre parti attraverso specifici contratti³.”

* Massimo Preziuso è Dottorando di Ricerca presso LUISS in Finanza di Progetto e attualmente Visiting student presso London School of Economics

¹ UBS Investment Research, Q-Series®: Infrastructure & Utilities, 2006

² Su questa parte di veda Merola F., Project financing: gli aspetti finanziari, inserito in www.infopieffe.it, Osservatorio Nazionale Project Financing, il 25 gennaio 2005.

³ Yescombe E.R., *Principles of Project Finance*, Academic Press, 2002

Con il *Project Finance* è avvenuta una vera e propria rivoluzione concettuale: nella valutazione di una iniziativa, la attenzione si è spostata dalla solidità patrimoniale del promotore alla bontà della idea progettuale.

La forte crescita del *project finance* è correlata al problema critico della dotazione di infrastrutture economiche.

Dagli anni '90, infatti, a causa di budget pubblici ridotti e di accresciute esigenze, la realizzazione di infrastrutture è accompagnata dalla formazione delle cosiddette *Public Private Partnerships* (PPP), ovvero sistemi contrattuali in cui un servizio pubblico o un'iniziativa privata viene finanziata e resa operativa attraverso una *partnership* tra pubblica amministrazione e settore privato, con l'utilizzo della tecnica del *project finance*.

Vi è da dire che mentre la classica "*irrelevance proposition*" di Modigliani e Miller sostiene che le modalità di finanziamento non modificano il valore di una azienda/investimento⁴, diversi studi recenti dimostrano che l'utilizzo della tecnica del *Project Finance* influisce positivamente sul valore di un investimento e, quindi, sulle decisioni degli investitori⁵.

Storicamente imprese e Stati hanno vinto la competizione economica con i concorrenti se possedevano più risorse naturali, disponevano di più capitale pro-capite e impiegavano tecnologie superiori.

Oggi che le ricchezze naturali rappresentano un vantaggio sempre minore rispetto al passato mentre le tecnologie di prodotto si trasferiscono con grande rapidità e i capitali sono ormai liberi di muoversi, il vantaggio comparato si realizza nella presenza di chiare e vantaggiose "regole del gioco" e delle cosiddette esternalità, riconducibili

⁴ Si veda Brealey - Myers - Sandri, *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 1999

⁵ Esty B. , *The economic motivations for using Project Finance*, 2003

"...*project finance reduces the net cost of financing particular assets. In particular, firms use project finance to reduce costly agency conflicts and the opportunity cost of underinvestment in positive NPV assets. At the sponsor level, project finance helps reduce the investment distortions caused by debt overhang and incremental distress costs—the debt overhang and risk management motivations, respectively*".

Si vedano anche Pollitt, M., *The declining role of the State in Infrastructure Investments in UK* e Nevitt, P in "*Project Financing*"

all'efficienza dello Stato e, in particolare, alla presenza di infrastrutture moderne e funzionali, forse il tavolo più importante su cui giocare la partita della competizione internazionale.

In un momento delicato per i bilanci degli Stati, le infrastrutture sono il luogo in cui la politica economica di un paese può convergere con il mercato dei capitali per il raggiungimento di obiettivi economici e sociali.

La realizzazione di infrastrutture, oltre ad andare incontro alla necessità del settore pubblico, nel dotarla di servizi essenziali in maniera efficiente, permette anche la stabilizzazione dei rendimenti degli investitori, garantendo loro un buon tasso di rendimento del tutto diversificato rispetto agli *assets* classici, soprattutto dopo la crisi dei mercati finanziari, generata negli Stati Uniti dal settore dei mutui *subprime*.

In più, la problematica del *climate change* e la conseguente accresciuta attenzione degli operatori finanziari per le politiche di investimento sostenibili (con lo sviluppo del cosiddetto *sustainable finance*), vede nelle infrastrutture⁶, il luogo, e nel *project finance*, una naturale tecnica di realizzazione.

Fondamentale, quindi, soprattutto in un Paese come l'Italia, bisognoso di capitali esteri, per avviare una crescita, altrimenti difficilmente realizzabile, migliorare la legislazione vigente nel settore per sfruttare a pieno le potenzialità economiche e sociali che esso può generare.

⁶ Preziuso, M. "La Finanza si muove verso le green technologies", ASTRID Dicembre 2007

BIBLIOGRAFIA

- ESTY, B. *The economic motivations for using Project Finance*, 2003
- BREALEY - MYERS - SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, 1999
- CAROLI, M. – FONTANA, F. – SANDRI, S. (a cura di) *Il Project Financing nelle strategie di sviluppo della impresa e del territorio*, 2001
- CAROLI M. G., FONTANA F. (a cura di), *Infrastrutture, finanza di progetto e competitività del sistema Italia*, Roma, Rirea, 2002.
- CIPE – Unità Tecnica Finanza di Progetto, *Il ricorso alla finanza privata per la realizzazione di opere pubbliche – Introduzione alla finanza di progetto*, Aprile 2002.
- CLARK, G.L. & ROOT, A. (1999) Infrastructure shortfall in the United Kingdom: the private finance initiative and government policy. *Political Geography* 18
- IMPERATORI G., “*Il project financing: una tecnica, una cultura, una politica*”, Milano, Il Sole 24 Ore, 1995
- NEVITT P., “*Project Financing*”, Euromoney, 2000
- POLLITT, M., *The declining role of the State in Infrastructure Investments in UK*
- MEROLA F., *Project financing: gli aspetti finanziari*, inserito in www.infopieffe.it, Osservatorio Nazionale Project Financing, il 25 gennaio 2005
- UBS Investment Research, *Q-Series®: Infrastructure & Utilities*, 2006
- YESCOMBE E.R., *Principles of Project Finance*, Academic Press, 2002