

Project financing, ora tocca agli investitori

Tutte le 14 misure introdotte nei due decreti Monti – Da verificare la risposta

del sistema finanziario



Le obbligazioni dei concessionari sono uno strumento importante, di natura privatistica. Coprono anche la fase di costruzione; non è poco

■ Mario Ciaccia, viceministro Infrastrutture



Temo che in un sistema finanziario come il nostro, dove si fatica a collocare anche i bond ordinari, quelli per il Pf non risolveranno i problemi

■ Matteo Del Fante, direttore Cassa Depositi



Il Governo ha fatto un lavoro straordinario su Pf e infrastrutture, recependo molte delle proposte del rapporto Astrid, Italiadecide, Respubblica

■ Cesare Trevisani, vicepresidente Confindustria

DI ALESSANDRO ARONA

Il governo Monti ha messo in campo con i due decreti legge Salva-Italia e Cresci-Italia 14 misure per spingere il project financing nelle opere pubbliche. Nel decreto legge 1/2012, pubblicato la settimana scorsa, spiccano l'estensione dei project bond, il Pf per le carceri, il contratto di disponibilità, la prelazione al promotore nella procedura a fase unica per le grandi opere.

A dicembre erano arrivati la cessione di immobili, più "facile" in sostituzione del contributo pubblico, la cessione e gestione anche anticipata delle opere connesse, l'allungamento a 50 anni per le opere sopra un miliardo, la possibilità delle assicurazioni di considerare riserva tecnica gli investimenti nel project financing, l'estensione molto decisa del campo di applicazione della cosiddetta "Tremonti infrastrutture", cioè gli sconti fiscali al Pf introdotti nella legge di stabilità (tutte le novità, con i riferimenti normativi, nel tabellone qui a destra).

Il settore delle costruzioni, imprese grandi (soprattutto) e piccole, ha accolto con grande favore queste misure, che sono in buona parte frutto del lavoro fatto nel corso del 2011 dal tavolo Castelli, il gruppo tecnico coordinato dalle fondazioni Astrid, Ita-

liadecide e Respubblica, presenti il ministero delle Infrastrutture, Confindustria, l'Ance, Cassa depositi e prestiti, le grandi banche, i grandi enti appaltanti (Fs, Anas, Autostrade). Tavolo al quale, tra l'altro, sedeva come amministratore delegato di Biis (Intesa Sanpaolo) l'attuale viceministro delle Infrastrutture, Mario Ciaccia.

Ora però, per le principali di queste misure di sostegno al project financing, si apre la sfida di trovare le risorse dal sistema finanziario (banche, assicurazioni, fondi pensione e di investimento, fondazioni bancarie), proprio in questo momento di scarsa liquidità e di rubinetti delle banche quasi chiusi. Un gruppo di misure prevede infatti di ampliare le forme di remunerazione dell'investimento privato, sostituendole al contributo pubblico in fase di costruzione (tra queste: gli sconti fiscali "Tremonti", la gestione anticipata di opere connesse, la permuta estesa, il contratto di disponibilità, il Pf per le carceri), ma questo significa aumentare la necessità, per il concessionario privato di farsi anticipare dalle banche le risorse necessarie per realizzare l'opera.

Un altro pacchetto di misure, invece, prevede il coinvolgimento diretto di investitori istituzionali nel finanziamento dell'opera in modo "innovativo": investimenti

delle assicurazioni come "riserve tecniche", project bond, fondazioni bancarie per le carceri in Pf.

In entrambi i gruppi di misure si apre ora la scommessa di trovare davvero banche e investitori disposti a credere ancora di più nel project financing per edifici e infrastrutture pubbliche. Semplicemente, ovviamente, ci credano in primis gli enti appaltanti nel costruire progetti che attuino queste nuove possibilità, e le imprese private disposte a rischiare nelle nuove iniziative.

La prudenza è d'obbligo, perché – come ha detto nei giorni scorsi il ministro dello Sviluppo e Infrastrutture, Corrado Passera, al convegno Astrid-Respubblica-Italiadecide – «le infrastrutture sono un animale strano».

IL PROJECT BOND

Le obbligazioni emesse da società di progetto concessionarie di opere pubbliche in project financing esistevano già (articolo 157 del Codice contratti), ma non hanno mai funzionato. Ora il Gover-

no, con il decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1, tenta di rilanciare lo strumento, in due modi.

Primo: si consente di derogare alla regola dell'articolo 2412 del codice civile – che impone di garantire le obbligazioni tramite ipoteca se il loro importo supera il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili – nel caso in cui le obbligazioni siano destinate alla sottoscrizione solo da parte di investitori qualificati, che si suppone sappiano quello che fanno. Per «investitori qualificati», in base al regolamento Consob 14 maggio 1999 e successive modifiche, si intendono le persone giuridiche autorizzate o ammesse a operare sui mercati finanziari, compresi le banche, le imprese di investimento, le assicurazioni, le società di gestione del risparmio, i fondi pensione, gli intermediari finanziari, le fondazioni bancarie, le imprese la cui attività principale consista nel negoziare per conto proprio merci, «come pure le entità non autorizzate né regolamentate aventi



come esclusivo scopo sociale l'investimento in strumenti finanziari».

Togliere l'obbligo di ipoteca, purché il bond sia rivolto appunto a investitori qualificati, dovrebbe rendere molto più semplice per i concessionari ricorrere allo strumento.

La **seconda novità** del decreto legge 1/2012 è la possibilità che le obbligazioni di progetto siano garantite anche durante la fase di costruzione dell'opera, e non solo da quando l'opera entra in esercizio. Questo renderà possibile emettere project bond da subito, utilizzando i prestiti degli investitori per contribuire al finanziamento della fase realizzativa dell'opera.

La possibilità di garantire i bond in questa prima fase è riservata dalla norma al «sistema finanziario, fondazioni e fondi privati». Ovviamente questa garanzia costerà cara, perché dovrà integralmente coprire il rischio di costruzione, il rischio cioè che l'opera non venga completata, o i tempi si allungano, o i costi salgano. Al di là dell'incidenza sul piano economico-finanziario, comunque, il problema è capire se davvero il nostro sistema finanziario dispone di investitori istituzionali disposti a investire in infrastrutture in costruzione e gestione.

INCOGNITA INVESTITORI

Anche il **fondo F2i** guidato da **Vito Gamberale** e partecipato da Cassa depositi e prestiti, fondazioni bancarie e banche, a cui erano legate alte aspettative per la possibile spinta al project financing, ha investito finora 1,7 miliardi di euro interamente in brownfield, cioè in partecipazioni in società che gestiscono infrastrutture già in esercizio, e mai in iniziative greenfield, cioè per la costruzione e gestione di nuove opere.

Gamberale ha spiegato nei giorni scorsi che l'orizzonte temporale degli investitori del fondo era tale da sconsigliare investimenti in opere ancora da realizzare. «In teoria – ha detto Gamberale ad «Affari e Finanza»/La Repubblica del 23

gennaio – si potrebbe anche investire in greenfield, ma bisognerebbe essere disposti a un orizzonte temporale di almeno 20-30 anni. Ma soprattutto si dovrebbero superare le lungaggini dei processi autorizzativi che oggi bloccano la realizzazione delle infrastrutture». «Ma comunque – ha concluso Gamberale – si potrebbe fare. Il Governo dovrebbe mostrare una ben precisa volontà, individuare un numero ristretto di opere (tra queste ci metterei soprattutto le autostrade, come la Pedemontana Lombarda, la Tirrenica, la Salerno-Reggio Calabria), nominando commissari straordinari modello Passante di Mestre».

L'obiettivo di ridurre i contributi pubblici diretti e al tempo stesso la tendenza delle banche a ridurre la percentuale di debito rendono importante il rafforzamento della quota di investimento equity, cioè il capitale proprio (di rischio) della società di progetto, che è appunto il ruolo di F2i. Ma non è l'unico ruolo che si chiede agli investitori privati. Servono appunto prestiti obbligazionari (i project bond o i bond per le opere locali) da parte di investitori di lungo periodo, gli investimenti delle assicurazioni con le riserve tecniche, la disponibilità a garantire i project bond nella fase di costruzione. E qui qualche prudenza sembra subito arrivare.

«Temo che in un sistema finanziario come il nostro – spiega il **direttore generale della Cassa depositi e prestiti, Matteo Del Fante** – che già fatica ad assorbire i bond corporate ordinari (le obbligazioni societarie, ndr), e dove in generale questa quota di finanziamento è per le imprese marginale rispetto a molti altri Paesi europei, il project bond non risolverà il problema del finanziamento delle opere pubbliche. Insomma: in Italia i fondi pensione e i fondi istituzionali non comprano i bond ordinari, non vedo perché dovrebbero comprare i project bond. Credo anche che non funzioni la norma che prevede la garanzia al project bond solo per la fase di co-

struzione: la garanzia deve essere per tutto il periodo».

«Confermo: collocare project bond non è affatto semplice», spiega **Claudio D'Eletto, managing director** (amministratore delegato) di **Societe generale Corporate & Investment banking**, una delle società più attive in Italia nel Pf e nei corporate bond. «Abbiamo curato l'emissione – spiega – di un project bond, chiamato "Andromeda", per finanziare un impianto fotovoltaico a Montalto di Castro da 100 milioni di euro; eppure, nonostante fosse garantito da Sace e Bei, siamo riusciti a collocarlo con grande difficoltà».

PIANO CARCERI

Anche la buona riuscita del piano carceri (si veda la tabella) presuppone la piena adesione di investitori privati di rischio (qui l'operazione potrebbe funzionare, purché il canone corrisposto dallo Stato sia tale da remunerare l'investimento) e delle fondazioni bancarie («o altri enti pubblici o con fini non lucrativi»). E coinvolgere questi secondi attori, a cui il decreto affida il compito – obbligatorio – di finanziare almeno il 20% dell'investimento, potrebbe essere un po' più complesso.

Altro ruolo che ovviamente i privati dovranno svolgere per ampliare ancora di più il project financing è quello di promotori/investitori; dovranno cioè dimostrare la volontà/capacità di investire in operazioni più complesse e più rischiose. Ad esempio per far funzionare il nuovo strumento del Contratto di disponibilità.

«DISPONIBILITÀ»

È in qualche modo una evoluzione del leasing in costruendo, con però più libertà di azione, ma anche più responsabilità, per l'investitore privato (si vedano la tabella e il servizio a pagina 8).

La remunerazione sarà data dal canone di disponibilità (già si usa abitualmente per le opere fredde come gli ospedali), più un eventuale contributo pubblico in corso

d'opera e un eventuale prezzo finale di riscatto se a fine contratto l'amministrazione decide di diventare proprietaria dell'opera. Durante la costruzione e gestione, infatti, l'opera è a tutti gli effetti privata, «destinata all'esercizio di un pubblico servizio» (e questo aspetto è come nel leasing).

Le novità sono che l'affidatario ha l'onere di «assicurare all'amministrazione aggiudicatrice la costante fruibilità dell'opera», il che significa che il canone deve essere variabile, cioè «proporzionalmente ridotto o annullato nei periodi di ridotta o nulla disponibilità» dell'opera «per manutenzione, vizi o qualsiasi motivo non rientrante tra i rischi a carico dell'amministrazione aggiudicatrice».

Altra novità, rispetto al leasing, è che a base di gara la Pa mette solo un capitolato prestazionale (e non il progetto preliminare), «che indica, in dettaglio, le caratteristiche tecniche e funzionali che deve assicurare l'opera costruita e le modalità per determinare la riduzione del canone di disponibilità». Tutte le fasi progettuali sono poi elaborate e auto-approvate dall'affidatario privato, mentre alla Pa spetta alla fine collaudare l'opera e verificare che sia coerente con quanto previsto dal capitolato.

«Il contratto di disponibilità – commenta **Matteo Del Fante**, direttore Cassa depositi – potrebbe aprire un filone interessante nel campo delle opere fredde».

SCONTI FISCALI

Dopo aver allargato molto il raggio d'azione della cosiddetta "Tremonti infrastrutturale", cioè gli sconti fiscali Irap, Ires e Iva alle società concessionarie Pf (al posto del contributo pubblico) previsti dall'articolo 18 della legge 12 novembre 2011, n. 183 (si veda in tabella), ora il governo Monti deve emanare il decreto Economia-Infrastrutture necessario per fissare i dettagli della misura e renderla così operativa. ■

© RIPRODUZIONE RISERVATA

PUBBLICO-PRIVATO (PPP)**PIÙ SPAZIO AI PRIVATI**

Dopo le novità del **Salva-Italia** (cessione immobili, opere connesse, fino a 50 anni, incentivi alle assicurazioni, sconti fiscali a raggio più ampio), con il **nuovo decreto Monti** arrivano altre otto spinte al Pf. Tra queste: project bond più facili, prelazione anche nelle grandi opere, contratto di disponibilità, Pf prioritario per le carceri, più dettagli per favorire la bancabilità.

INFRASTRUTTURE**LIMITE ALL'OVERDESIGN**

La progettazione delle nuove tratte ad alta velocità ferroviaria potrà essere anche ad alta capacità merci (+25% circa nei costi) solo se necessario in base alle stime di domanda. In generale, i progetti sia per opere ferroviarie che per gallerie stradali e autostradali non potranno prevedere parametri e standard tecnici più stringenti di quelli delle normative europee.

OPERE PUBBLICHE DEGLI ENTI LOCALI**BOND DI SCOPO GARANTITI**

I bond di scopo emessi dagli enti locali per finanziare singole opere pubbliche sono stati introdotti dalla legge 724/1994 (art. 35); ora il decreto legge Cresci-Italia prevede la possibilità che queste emissioni siano garantite da un apposito patrimonio immobiliare individuato dall'ente emittente, «destinato esclusivamente alla soddisfazione degli obbligazionari».

AUTOSTRADE**REGIME CONCESSORIO**

Il decreto Salva-Italia aveva semplificato l'iter approvativo delle convenzioni autostradali (niente più parere Cipe e del Parlamento). Ora il DL 1/2012 impone l'affidamento a terzi (con gara) del 50% e non più 40% dei lavori, ma solo dal 2015, e per le nuove concessioni stabilisce che la nuova Authority competente per i trasporti dovrà tornare a un regime tariffario con il price cap.

CONCESSIONI, PPP E GRANDI OPERE, LE NOVITÀ NEI DUE DECRETI MONTI

Argomento	Sintesi della novità normativa
DECRETO SALVA-ITALIA (DI 6 dicembre 2011, n. 201, convertito legge 22/12/2011 n. 214) (1)	
Grandi opere, procedure	Definizione più stringente della <i>lista delle priorità</i> (art. 41, c. 1), possibilità del Cipe, su proposta del ministero Infrastrutture (Mit), di <i>approvare i progetti solo sul preliminare</i> , rinviando il definitivo a un semplice ok tecnico del Mit (art. 41, c. 2), obbligo di trasmettere le <i>delibere Cipe per la firma del Pdc entro 30 giorni</i> , obbligo del Mit di autorizzare l'utilizzo dei fondi entro 60 gg dalla pubblicazione della delibera Cipe in Gu (art. 41, c. 3 e 4), ridotti di un terzo i tempi di esame delle delibere Cipe di legge obiettivo da parte della <i>Corte dei conti</i> (art. 41, c. 5).
Project financing, procedure (grandi opere)	Gara Pf a fase unica anche nelle grandi opere (art. 41, c. 5). Sostituendo e ampliando l' <i>articolo 175 del Codice contratti</i> , in fase di conversione il DI Salva-Italia ha introdotto la procedura del promotore con gara "a fase unica" anche per le infrastrutture strategiche (legge obiettivo). Si tratta della gara fatta su studio di fattibilità, con proposte di Pp e Pef da parte dei privati, poi scelta del promotore, eventuali richieste di modifica ed eventuale subentro se rifiutate, poi aggiudicazione e stipula convenzione. Il progetto preliminare istruito e modificato è approvato dal Cipe, poi l'ente appaltante aggiudica. È stata inoltre resa più precisa ed efficace la procedura che consente ai privati (sempre per le grandi opere) di proporre progetti in Pf anche se fuori dalla lista apposta.
Project financing	Cessione immobili al concessionario privato, meno vincoli (art. 42, c.1). Non serve più, come nella norma precedente, che questi siano strettamente connessi o funzionali alle opere da realizzare, ma basta che la cessione sia necessaria ai fini dell'equilibrio economico-finanziario.
Project financing	Opere connesse, cessione anche anticipata della gestione (art. 42, c. 2). Viene introdotta nel Codice dei contratti la possibilità di estendere l'ambito gestionale del concessionario anche a opere già realizzate che siano direttamente connesse con quelle oggetto della concessione.
Project financing	Concessioni fino a 50 anni per le opere sopra un miliardo (art. 42, c. 4-5). Nelle concessioni di importo sopra un miliardo di euro la durata può essere fino a cinquanta anni, esclusivamente per consentire il rientro del capitale investito e l'equilibrio del piano economico-finanziario.
Project financing	Assicurazioni e project financing (art. 42, c. 6-7). Al fine di attirare capitali privati nelle opere pubbliche, si consente alle assicurazioni di utilizzare, a copertura delle "riserve tecniche", attivi costituiti da investimenti nel settore delle infrastrutture stradali, ferroviarie, portuali, aeroportuali, ospedaliere, Tlc e produzione e trasporto energia.
Project financing	Incentivi fiscali al Pf estesi oltre le autostrade (art. 42, c. 8 e 9-bis). Gli sconti Ires, Irap e Iva previsti dalla legge di stabilità (art. 18, c. 1) a favore delle nuove autostrade in concessione vengono estesi anche alle « <i>infrastrutture ferroviarie metropolitane</i> », le <i>opere portuali, le strade e le ferrovie connesse a porti appartenenti alle reti Ten</i> , e in generale a <i>tutte le infrastrutture autostradali, «anche regionali» e a tutte le infrastrutture stradali</i> .
Iter convenzioni autostradali	Semplificazione aggiornamento convenzioni autostradali . Mentre prima serviva il parere Cipe e delle commissioni parlamentari, ora basterà un decreto Mit, di concerto con l'Economia.
Autostrade, gare di concessione	Sempre la procedura pubblicistica (art. 43, c. 5). I contratti di costruzione e gestione di strade e autostrade devono sempre essere affidati con le procedure pubblicistiche di cui all'articolo 144 del Codice contratti.
Infrastrutture, finanziamenti	Fondo Infrastrutture, estensione (art. 47, c. 1). L'utilizzo delle risorse del fondo Infrastrutture di cui al DI 98/2011 (manovra di luglio), che ha una dotazione di 4,9 miliardi di euro, viene esteso dalle sole opere ferroviarie Rfi e stradali Anas a tutte le opere ferroviarie, stradali e di interesse strategico (legge obiettivo). Il Cipe del 6 dicembre ha subito utilizzato questa possibilità.
DECRETO LEGGE 24 GENNAIO 2012, N. 1 (CRESCI-ITALIA)	
Autostrade, regime tariffario	Ritorna il price cap (art. 36). La futura Authority dei Trasporti, e subito l'Authority dell'Energia, dovrà stabilire per le nuove concessioni autostradali un regime tariffario che ritorni al price cap.
Project financing, strumenti finanziari	Project bond (art. 41). Modificando l'articolo 157 del Codice appalti si tenta di rendere più efficace lo strumento delle obbligazioni emesse da società di progetto concessionarie di costruzione e gestione di opere in project financing. In due modi: 1) se il project bond è destinato solo a investitori qualificati (banche, Sgr, assicurazioni, fondi pensione, fondazioni bancarie ecc...) è eliminata la regola per cui le obbligazioni devono essere garantite da ipoteca quando superano il doppio del capitale sociale; 2) prevista la possibilità che i bond siano garantiti, da soggetti finanziari, anche nella fase di costruzione dell'opera.
Project financing, procedure (grandi opere)	Diritto di prelazione nelle grandi opere (art. 42). Ulteriore modifica all'articolo 175 del Codice appalti (si veda sopra), introducendo anche per le grandi opere, come già è per quelle ordinarie (art. 153 c. 19 Dlgs 163/2006), il diritto di prelazione al promotore in caso di proposte di Pf (progetto preliminare e piano economico-finanziario) non inserite nella programmazione.
Project financing, nuovi programmi	Piano carceri con capitali privati (art. 43). Per realizzare nuove carceri si ricorre in via prioritaria al project financing, con le procedure di cui all'art. 153 del Codice appalti (gara promotore a fase unica), secondo dettagli da definire con Dm Giustizia-Infrastrutture. Per assicurare l'equilibrio economico-finanziario prevista una tariffa di gestione da riconoscere al concessionario. Previsto il coinvolgimento delle fondazioni bancarie per almeno il 20% dei costi di investimento.
Project financing, nuovo strumento	Contratto di disponibilità (art. 44). Viene introdotto nel Codice contratti (modifica all'art. 3, c. 15-bis, e introduzione art. 160-ter) il nuovo «Contratto di disponibilità», nel quale un soggetto privato, previa gara della Pa, costruisce e gestisce un'opera (che resta di proprietà privata) al fine di destinarla all'esercizio di un pubblico servizio. Ha analogie con il leasing in costruendo, ma con alcune importanti differenze: la gara non è sulla base del progetto preliminare ma solo di un capitolato prestazionale, mentre tutte le fasi progettuali sono elaborate e approvate dall'affidatario; il canone è variabile in base a parametri sulla gestione; l'affidatario non deve dimostrare alla Pa di avere i mezzi per finanziarsi.
Grandi opere, procedure	Più documenti a corredo del Pef (art. 45). Il piano economico-finanziario che deve essere presentato al Cipe viene arricchito di più elementi, come le stime di domanda, i dettagli annuali di fabbisogno di finanziamento e previsione di spesa, l'articolazione dei costi.
Project financing, regole	Bandi "più bancabili" e subentro più facile (art. 50). Si stabilisce che i bandi di concessione di costruzione e gestione e gli allegati (schema di contratto e Pef) devono «assicurare adeguati livelli di bancabilità dell'opera». In caso di subentro scelto dal soggetto finanziatore (art. 159, Codice) si deve scegliere un soggetto congruente alla fase in cui ci si trova (solo gestore, ad esempio, se l'opera è già realizzata).
Autostrade, affidamento a terzi	Lavori a terzi al 50% (art. 51). Nelle concessioni autostradali assentite prima del 30/6/2002 la quota di lavori che deve essere affidata a terzi con gara sale dal 40 al 50%, ma solo dal 2015.
Opere pubbliche, procedura	Possibilità accorpate fasi progettuali (art. 52). Modificando gli articoli 93 e 97 del Codice, il DI 1/2012 consente, per tutte le opere pubbliche la possibilità, per le stazioni appaltanti, di accorpate una o più fasi progettuali, ovviamente adeguando prescrizioni e iter approvativo alla fase progettuale più di dettaglio che assorbe quelle precedenti.
Infrastrutture, costi	Limitazione dell'«overdesign» (art. 53). La progettazione delle nuove tratte ad alta velocità potrà essere anche ad alta capacità merci (+25% circa nei costi) solo se necessario in base alle stime di domanda. In generale, i progetti sia per opere ferroviarie che per gallerie stradali e autostradali non potranno prevedere parametri e standard tecnici più stringenti di quelli delle norme Ue.
Opere pubbliche, strumenti finanziari	Garanzia sulle obbligazioni di scopo degli enti locali (art. 54). I bond di scopo emessi dagli enti locali per finanziare singole opere pubbliche sono stati introdotti dalla legge 724/1994 (art. 35); ora si prevede la possibilità che queste emissioni siano garantite da un apposito patrimonio immobiliare individuato dall'ente emittente.
Project financing, grandi opere	Gara anche su progetto definitivo (art. 55). Nelle grandi opere (legge obiettivo), le gare di concessioni possono essere anche sulla base di un progetto definitivo, e non solo preliminare.
Project financing, opere portuali	Extragetito Iva (art. 59). Per finanziare le grandi infrastrutture portuali in project financing è previsto che per coprire parte dell'investimento privato alle società di progetto possa essere attribuito fino al 25% (per max 15 anni) dell'extragetito Iva generato dall'opera realizzata.

(1) Si vedano anche le pagina 3 e 4 numero 47-48/2011