L'ESPERIENZA DI IMPREGILO NEL PROJECT FINANCING

Dall'attività nel project financing del gruppo italiano emerge un quadro emblematico di cosa significhi per un'impresa operare in questo particolare settore delle opere pubbliche, e dei problemi e dei vantaggi che ne derivano

Un parcheggio e un'autostrada in Inghilterra, l'accesso stradale a Buenos Aires, un ponte autostradale fra Brasile e Argentina, un secondo ponte e collegamenti stradali in Argentina: sono questi i fiori all'occhiello di Impregilo nel campo del project financing applicato alle infrastrutture di trasporto (esclusi quindi i progetti per altri settori, come l'energia), tutti sviluppati e realizzati negli ultimi due anni, mentre altre iniziative non hanno avuto successo ma altre ancora sono in cantiere.
Non è poco per un'azienda italiana, considerando che nel nostro Paese questo particolare segmento delle opere pubbliche non ha ancora trovato spazio. Nel suo insieme poi, l'attività di project financing sviluppata dal gruppo italiano mostra uno spaccato significativo del suo sviluppo attuale, e di cosa voglia dire per un'impresa investire in simili progetti.

L'accesso nord di Buenos Aires

L'esperienza più avanzata di project financing per Impregilo è attualmente quella dell'accesso nord di Buenos Aires: un progetto da 500 milioni di dollari (circa 850 miliardi di lire) per la prima fase, che consiste nella ristrutturazione dell'infrastruttura esistente e la costruzione di nuove corsie.
L'opera è realizzata in Bot (Build, Operate and Transfer, cioé il tipo classico di project financing), con una concessione di 22 anni, dalla Autopistas del Sol SA, una società formata da tre partners maggioritari (fra i quali Impregilo, che detiene un terzo delle azioni) con piccole partecipazioni della Simest e di Cofides, entità italiane e spagnole create per sviluppare gli investimenti all'estero.
Le società promotrici hanno fornito un capitale di 135 milioni di dollari (circa 230 miliardi di lire), parte in capitale azionario e parte come prestito subordinato. I proventi sono prevalentemente i pedaggi (pagati in pesos ma indicizzati al dollaro Usa e a parametri nord americani), definiti in termini reali (e non monetari) e fissati in circa un dollaro a vettura; ad essi si uniscono introiti derivanti da sub-concessioni di aree utilizzabili per scopi commerciali.
Nel luglio 1997 i prestiti bancari sono stati rifinanziati attraverso l'emissione di obbligazioni (144 A bonds) per l'ammontare complessi-

e-mail: info@fabriziobonomo.it
www.fabriziobonomo.it

vo di 380 milioni di dollari, mentre il costo delle due fasi successive di costruzione - la fase due è iniziata nel giugno 1997 e ha un costo previsto di 150 milioni di dollari (circa 255 miliardi di lire) - sarà finanziato con il cash flow della società concessionaria.
Sull'autostrada, dove si stanno già riscuotendo i pedaggi, circolano oggi 300 mila veicoli al giorno, confermando le previsioni, e non vi sono stati problemi circa l'introduzione del pedaggio: rappresenta quindi un investimento positivo, tanto che la concessionaria ha deciso di vendere almeno il 30 per cento delle proprie azioni, sulla Borsa di Buenos Aires, prima del luglio 1999.

L'autostrada A69 in Inghilterra

Una pietra miliare nell'esperienza di Impregilo, ma anche nella storia del project financing in Europa, è l'intervento sull'A69, nel nord dell'Inghilterra. Si tratta infatti del primo caso di contratto di concessione Dbfo (Design, Build, Finance and Operate, cioé progetta, costruisci, finanzia e gestisci), finanziato dai privati e remunerato mediante un "pedaggio ombra" (shadow toll) pagato dal ministero dei Trasporti per ogni veicolo che transita sull'autostrada.
Non ci sono caselli quindi, ma 13 installazioni per la rilevazione del traffico, distinto in veicoli leggeri e pesanti, in base ai quali viene pagata la concessionaria, secondo uno schema decrescente per fasce di flusso: i pedaggi, indicizzati, variano secondo la quantità di mezzi che transitano, con la tariffa base - alta - al primo livello, valida fino a un certo numero di veicoli, che diminuisce con il crescere di volumi, definiti in fasce successive, fino a raggiungere il valore zero per la banda più alta, in quanto il Ministero non si fa carico degli eventuali picchi di traffico imprevisti.
Nello specifico, il contratto per l'A69 consiste nella gestione e manutenzione degli 84 chilometri del tracciato autostradale e comprende una circonvallazione esterna per la cittadina di Haltwhistle, da realizzare ex-novo insieme ad alcuni ponti.
La concessione, per 30 anni, è stata affidata alla società Road Link, costituita da Impregilo UK (che detiene il 18 per cento delle azioni) , da tre società di costruzione britanniche (Morrison Construction, Christiani & Nielsen e Henry Boot Construction), da una società inglese di ingegneria (Pell Frischmann) e da una società italiana concessionaria di autostrade (l'Autostrada Torino-Milano spa).
Il finanziamento è costituito da crediti bancari per 19,8 milioni di sterline (circa 56 miliardi di lire) e apporti delle società promotrici per poco più di due milioni di sterline (quasi sei miliardi di lire), parte con capitale azionario e parte come prestito subordinato.
Anche in questo caso l'esperienza si sta dimostrando positiva - con i costi di costruzione inferiori al previsto e il traffico in linea con le stime elaborate in fase di offerta - tanto che si sta valutando di annullare una parte del prestito bancario e tutto il prestito subordinato concesso alle società promotrici.

Un esempio che fa scuola

La soluzione applicata per l'A69 è tanto valida che sembra sempre più farsi strada, specie in Europa, quale alternativa ai classici progetti con riscossione diretta dei pedaggi, che in alcuni casi mostra-

no segni di difficoltà se non veri e propri flop, come quello dell'autostrada Vienna-Budapest, dove l'utilizzo risulta essere inferiore di circa il 35 per cento rispetto alle previsioni, pur in presenza di un traffico considerevole sulle strade ordinarie, e sono sorte difficoltà fra la concessionaria e il governo (che non ha attuato tutte le azioni previste dal contratto), aggravate da una causa intentata da un impiegato dell'Aci locale, che ha contestato l'illegalità delle tariffe applicate (un tribunale di prima istanza gli ha dato ragione e si è in attesa del giudizio di un tribunale di seconda istanza, mentre la Bers - Banca europea per lo sviluppo dei paesi del'Est, coinvolta nell'intervento, sta cercando faticosamente di trovare una soluzione). Le vicissitudini della Vienna-Budapest sono sintomatiche delle possibili difficoltà che i project financing con pedaggi reali possono incontrare; all'opposto, il successo dell'A69 sembra offrire strade alternative, soprattutto perché nel pedaggio ombra è possibile tarare meglio il rischio, grazie al sistema delle diverse bande di pedaggi e al non coinvolgimento diretto degli utenti. Lo shadow toll è in fase di sviluppo in Inghilterra, viene sperimentato in Finlandia per il tratto Helsinki - Lakia, nel nord del paese, e se ne prevede un lancio in grande stile in Portogallo.

Il ponte fra Argentina e Brasile

La terza esperienza significativa di Impregilo nel project financing è un piccolo ponte autostradale e ferroviario in costruzione fra l'Argentina e il Brasile: una struttura lunga 1.400 metri gettata sopra il fiume Uruguay, che collega la città argentina di Santo Tomé con quella brasiliana di Sao Borja, nello stato di Rio Grande do Sul. Qui il contratto di concessione è di 25 anni, dei quali due per la costruzione (i lavori dovrebbero terminare entro il 1997) e vede come committente una Commissione mista argentino brasiliana (Comab) e come concessionaria la Mercovia SA, società della quale Impregilo detiene il 60 per cento delle azioni.

Il project finance prevede introiti dalla riscossione diretta dei pedaggi, una remunerazione per il traffico dei treni, e quanto deriverà dalla gestione di due aree doganali, affidate anch'esse in concessione per 25 anni. Il finanziamento è essenzialmente privato, con una linea di credito per 16 milioni di dollari (circa 27 miliardi) aperta da un gruppo bancario argentino, che si è assunto il rischio commerciale dell'iniziativa.

Un parcheggio a Cardiff

Un'altra esperienza, di minore importanza in termini di valore, ma significativa per la nicchia di mercato nella quale si inserisce, è la realizzazione in project financing di un parcheggio multipiano per l'Ospedale universitario del Galles a Cardiff, nel nord dell'Inghilterra (dove Impregilo è presente sia per l'intervento sull'A69 sia nella costruzione del tunnel della circonvallazione lungo la baia).

Il parcheggio risponde alle esigenze di un complesso ospedaliero molto grande, con problemi di aree di sosta, dove in una prima fase l'impresa italiana ha messo a punto un progetto per la razionalizzare dei parcheggi a raso e poi, in associazione con un'impresa locale che opera nell'ambito della gestione dei parcheggi, ha par-

info@fabriziobonomo.it

tecipato alla gara per la costruzione di una struttura multipiano, che ha vinto anche grazie alle sue conoscenze già acquisite del traffico e dei costi, che gli hanno permesso di assumersi il rischio relativo alla consistenza dell'utilizzo.
Il lavoro è oggi in fase di completamento e regista da un lato costi pari a quelli stimati, e dall'altro l'apprezzamento da parte delle banche finanziatrici, perché sembrano individuare in quest'opera una buona nicchia di mercato in cui ritengono utile investire, in quanto esiste la domanda e quindi l'investimento è sicuro, e può essere quindi il punto di partenza per altre iniziative analoghe.

Il ponte sul Paranà

Ultima opera in project financing (in ordine di tempo), acquisita dal gruppo italiano, è la costruzione in concessione di tracciato stradale di 59 chilometri in Argentina, fra le provincie di Santa Fe ed Entre Rios - comprendente un ponte strallato di quattro chilometri sul fiume Paranà, 15 viadotti per un totale di otto chilometri e 48 chilometri di rilevati - necessaria per migliorare i collegamenti tra il paese sudamericano e i vicini Brasile e Paraguay.
Il valore dell'opera è di 350 milioni di dollari (circa 600 miliardi di lire) e sarà finanziato in parte attraverso un sussidio del governo federale e provinciale, e in parte attraverso la riscossione dei pedaggi nel periodo della concessione, fissato in 25 anni.
L'aggiudicazione è avvenuta nel settembre scorso, da parte di un gruppo comprendente Impregilo (capofila), la sua controllata Iglys, la tedesca Hochtief e due importanti imprese argentine.
Criterio discriminante della gara era il minor sussidio governativo richiesto (il governo federale era disponibile a concedere 210 milioni di pesos - circa 360 miliardi di lire - a cui si sarebbero aggiunti altri 20 milioni - circa 34 miliardi - da parte dei due governi provinciali), e l'offerta presentata dal gruppo vincitore presentava appunto la richiesta più bassa: 207,1 milioni di pesos, pari a circa 357 miliardi di lire. L'aggiudicazione è avvenuta dopo un ballottaggio con un raggruppamento capeggiato dalla spagnola Dragados (comprendente la belga Jas de Nul e la francese Bouygues) che ha presentato un'offerta contenente una richiesta di sussidi per 207,4 milioni di pesos (!).
Il traffico previsto è di 3.700 veicoli al giorno, che si stima possa raggiungere i 12 mila veicoli/giorno al termine della concessione.

Gli "errori"

Nell'esperienza di Impregilo, così come per tutte le imprese, contano molto anche gli "errori", che rappresentano un punto di vista non indifferente per valutare il significato del project financing.
Per il gruppo italiano, uno degli impegni maggiori degli scorsi anni nel settore è stata la partecipazione, insieme al gruppo Bouygues, al progetto per la costruzione del secondo ponte sul Tago, a Lisbona. Qui il governo ha voluto un progetto completo, in tutti i suoi aspetti esecutivi e contrattuali, e ha effettuato la sua scelta basandosi su differenze minime di contratto, affidando la concessione a un gruppo capeggiato dall'inglese Trafalgar e dalla francese Campenon Bernard. L'impegno da parte di entrambi i gruppi

concorrenti è stato considerevole, sia dal punto di vista tecnico che da quello economico, e la colpa imputabile al perdente è quella di non essere riuscito a vendere meglio il progetto.
Un secondo progetto non vinto, è stato quello per l'autostrada D5 nella Repubblica Ceca, dove Impregilo era associata con i tedeschi della Holzmann; qui è il project financing stesso che si è arenato, per motivi ben precisi che ne impedivano la sua stessa realizzabilità: in corrispondenza della città di Pilsen non è stato infatti possibile definire il percorso di attraversamento, perché una soluzione esterna, in tangenziale, avrebbe comportato l'attraversamento di boschi con il conseguente abbattimento di migliaia di alberi, suscitando protesta degli ambientalisti; all'opposto, il passaggio vicino alla città avrebbe suscitato reazioni da parte degli abitanti per l'inquinamento indotto dal traffico.
La realizzazione di due tronchi separati avrebbe portato a un calo del traffico e all'irrealizzabilità del project financing; così, in assenza di decisioni da parte del governo ceco (che avrebbe dovuto assumersi il rischio della decisione), tutti i gruppi partecipanti alla gara si sono rifiutati di proseguire. L'autostrada - senza il by-pass della cittadina - è stata poi realizzata da Impregilo e Holzmann, che hanno vinto la relativa gara indetta e interamente finanziata dal governo, con pagamento cash. I margini derivati dal lavoro vanno a compensare gli investimenti della società italiana per lo studio di project financing; per gli altri concorrenti questo progetto è stato interamente in negativo.

La partecipazione ai progetti

Come in parte già accennato, nelle gare di infrastrutture viarie da costruire in project financing il punto nodale sono gli studi di base sulla domanda di traffico, cioé l'essenza del progetto e della sua validità economica; la difficoltà di determinarli con precisione fa del settore il più difficile campo di applicazione del project financing, perché il rischio di mercato è il più alto in quanto i trasporti sono un sistema di competizione fra vari tipi di modalità e, nel caso della strada, fra un insieme di possibili alternative. Non a caso il contratto di concessione contiene spesso misure per limitare il traffico sulle strade alternative (vietando ad esempio il traffico dei mezzi pesanti).
L'importanza è tale che, se la base di partenza sono gli studi preparati dal committente, le imprese concorrenti sviluppano una serie di studi ad hoc per avere delle controprove, a loro volta controllate dagli esperti: è essenziale capire le valutazioni di traffico per evitare di assumere come base di partenza dati non corretti, guardando attentamente, ad esempio, quando queste rilevazioni sono state fatte, come, in quali ore, con che sistemi.
Tutto questo perché un project financing è un intervento dove il rischio è alto. Per un'impresa significa investimenti (l'equity, in genere partecipazioni azionarie), assunzione di rischi (relativi al completamento dell'opera in tempi e costi predeterminati, ma anche della sua redditività), aumento o diminuzione di credibilità (se si fa un flop, ad esempio se la strada non acquisisce il traffico previsto, si può perdere credibilità, facendosi identificare dagli

info@fabriziobonomo.it

investitori più come pirati che guarda al guadagno da costruzione, che va all'impresa, senza guardare al reddito d'esercizio, con il quale si ripagano gli investimenti).
Quindi è necessario valutare attentamente i progetti, per poi gestirli con profitto, perché non esiste solo il problema di salvaguardare l'investimento vi è anche la necessità di mantenere alto la propria credibilità sul mercato internazionale, perché se l'affidabilità viene intaccata diviene più difficile operare in un settore tanto delicato.

Cosa significa operare in project financing

Come emerge dall'esperienza Impregilo, per un'impresa operare in project financing significa avere un enorme coordinamento interno fra gli aspetti costruttivi, legali e finanziari, che implicano specifiche professionalità al proprio interno, ma anche capitali da investire e una credibilità sui mercati data dalla solidità dell'azienda e dalla validità delle proprie realizzazioni.
Più precisamente, per operare in project financing è necessario avere i seguenti requisiti.
1) Capacità professionali al proprio interno che le permettono di identificare preventivamente i progetti fattibili, su cui impegnarsi, perché fare gli studi costano molto.
2) Un nome, una credibilità tale da garantire chi deve finanziare il progetto, perché uno dei capisaldi del project financing è la sicurezza che chi costruisce l'infrastruttura lo faccia nei tempi e nei costi concordati, e le banche (che finanziano i progetti per percentuali variabili dal 70 al 90 e più per cento dei costi totali), chiedono affidabilità ai loro partner nella costruzione; in sostanza chi si accinge a realizzare le opere deve avere una storia ed esperienze tali da dare la certezza che l'opera verrà realizzata, e realizzata bene, non a caso è sempre richiesta la partecipazione anche di capitali, perché le banche non sono del tutto in grado di valutare la qualità dell'opera e i rischi per giungere al completamento del progetto - costruire un ponte va bene, ma se poi le fondazioni non sono buone? se le gettate non vanno? se ci sono ritardi? - e quindi ritengono opportuno che l'impresa se ne faccia carico.
3) Capitale da investire: l'equity, cioé i fondi che l'impresa apporta, o come capitale azionario o come prestiti subordinati che si integrano al finanziamento delle banche; quanto questo pesi e vanga inserito o meno, in termini di interessi, nell'offerta di gara (nel prezzo di costruzione) fa si che possa far pendere la bilancia da una parte o dall'altra, facendo vincere chi carichi meno i costi, riducendo di fatto, attraverso la competizione fra i diversi gruppi, la possibilità di truffe o altro.
4) Professionalità elevate nei settori tecnico, legale e finanziario.

La professionalità tecnica

Per quanto riguarda gli aspetti tecnici, in una gara in project financing è fondamentale per un'impresa disporre di professionisti in grado di tarare bene i costi di costruzione, perché l'impresa deve fare offerte a prezzo chiuso, assumendosi i rischi dell'esecuzione delle opere; vanno quindi studiati con molta accuratezza tutti gli

aspetti di un progetto, identificando ad esempio i punti il rischio è elevato: se devono essere fatte le fondazioni di un ponte, queste vanno studiate bene perché in caso di errori il rischio è tutto a carico dell'impresa; e questo ponte deve essere ben progettato e ben realizzato, perché sin dalle prime fasi è sottoposto a controlli stringenti prima da parte del governo locale e poi dai tecnici delle banche finanziatrici.
La capacità di tarare il progetto è quindi particolarmente importante, perché se si è troppo prudenti si rischia di favorire i concorrenti, con prezzi più alti, ma se non si creano margini di sicurezza si rischia di pagare caro gli eventuali imprevisti. Da qui la necessità di disporre di uno staff composto da persone particolarmente esperte nella realizzazione del tipo di infrastruttura da realizzare, e che siano in grado, andando sul luogo, di capire e valutarne le problematiche (come ad esempio l'aspetto geologico) e sviluppare poi il progetto di dettaglio, che deve essere fatto dall'impresa.

La parte legale

L'aspetto legale è quello di maggiore complessità, non fosse altro per la quantità di carta prodotta: dal contratto di concessione fra la società concessionaria e il concedente ai contratti di costruzione con i costruttori, dai contratti con chi deve effettuare la gestione ordinaria (generalmente si cerca di forfettizzarla e quindi viene data all'esterno) alla definizione degli impegni per la manutenzione straordinaria (se viene fatta dal concessionario necessita di specifici impegni con chi presta i soldi). Quantitativamente, come conferma l'esperienza del gruppo italiano, per la concessione di una strada la documentazione cartacea ha sempre un peso variabile fra i dieci e i 15 chili.
Il team di lavoro è composto da avvocati delle tre parti coinvolte: l'ente concedente, le banche e l'impresa, dove: il concedente ha i suoi obiettivi da raggiungere al minor costo possibile e trasferendo al concessionario quanti più rischi può; le banche cercano di essere il più protette e garantite dai rischi; le imprese - di costruzione e di gestione - devono accettare rischi limitandoli nel numero e nelle dimensioni.

L'aspetto finanziario

Nel project financing è necessario essere competitivi anche nel settore finanziario, perché vanno strutturati i pacchetti di finanziamento così da averne anche dei vantaggi, perché non è sufficiente pensare ai contributi della banche come fatto risolutivo.
Uno degli elementi di valutazione è ad esempio il periodo di rimborso del capitale anticipato dalle banche. Quando Impregilo ha iniziato il progetto per l'A69 i finanziamenti bancari avevano durata non superiore ai 15 anni, poi si sono verificati prestiti a 20 anni e oggi vi sono casi nei quali si sono ottenuti finanziamenti a 25 anni; per il progetto di ampliamento della metropolitana automatica dei Docklands, a Londra, il gruppo vincitore ha potuto emettere delle obbligazioni che gli hanno permesso di giungere a finanziamenti rimborsabili in 28/30 anni.
Avendo una concessione a 30 anni, con 5 di lavoro e 25 di rimbor-

info@fabriziobonomo.it

so, questa dilazione nel tempo del rimborso dei finanziamenti ha molta importanza, perché evidentemente in fase di gara si possono ridurre le tariffe di utilizzo.
Altro aspetto essenziale è la minimizzazione contributi a fondo perduto, anche se nell'aggiudicare una concessione, l'ente concedente non considera solo il suo contributo a fondo perso, ma anche le tariffe applicate e i rischi che il concessionario si assume, come ad esempio quelli latenti nelle strutture da riutilizzare, o quelli reali dovuti possibili azioni di protesta da parte di gruppi ecologisti.

Una questione di strategie aziendali

Considerati quindi gli alti costi di un project financing, e il fatto stesso che non può essere improvvisata la partecipazione a questo particolare segmento di mercato, l'esperienza del gruppo italiano mostra come un impegno simile rientri nell'ambito di specifiche strategie aziendali, tanto più che il project finance non rappresenta la soluzione di tutti i problemi di un paese e in futuro è pensabile che, secondo le stime degli esperti, interesserà solo una quota minoritaria dei lavori per infrastrutture di trasporto nel mondo, valutabile nell'ordine del dieci-venti per cento, non di più.
Allo stesso modo è da considerare il tipo di partecipazione al project financing, che come già ricordato ha due fonti di possibili guadagni: il ricavo dalla costruzione e quello dall'esercizio. Per una società di costruzioni potrebbe non essere opportuno immobilizzare capitale in una serie di infrastrutture da gestire per decine d'anni, ma attuata l'operazione potrebbe essere interessata a vendere ad altri la propria partecipazione una volta che il progetto abbia comprovato la sua economicità. In sostanza, con il project financing una impresa di costruzioni non solo deve realizzare l'opera, ma anche creare una nuova impresa che deve avere una sua validità economica.

Estratto da un articolo realizzato da Fabrizio Bonomo e pubblicato sul numero di novembre/dicembre 1997 della rivista Le Strade