IL RUOLO DELL'ADVISOR NELL'ATTUAZIONE DEL PROJECT FINANCING

Il finanziamento privato di strade e autostrade esaminato dalla prospettiva del "financial advisor", prendendo in considerazione differenti schemi e soluzioni applicate in casi concreti, alcuni conclusisi positivamente e altri no, secondo le capacità di attrarre o meno risorse da investitori privati

E'ormai un dato acquisito che le restrizioni di bilancio della pubblica amministrazione italiana, anche in relazione agli impegni assunti a livello europeo, rendono problematico il finanziamento pubblico dei progetti infrastrutturali e spingono le pubbliche amministrazioni alla ricerca di soluzioni che coinvolgano l'intervento di debito e capitale fornito da istituzioni private.
Inoltre il finanziamento privato delle infrastrutture è percepito come una forma di trasferimento del rischio di progetto dal settore pubblico al settore privato, le cui conseguenze finanziarie sarebbero altrimenti sopportate dal contribuente. La copertura del costo di realizzazione dei progetti attraverso l'applicazione di un pedaggio è di fatto un sistema di tassazione selettivo che colpisce soltanto il fruitore del servizio.
Tuttavia le istituzioni che svolgono attività di finanziamento di progetti attualmente non considerano prioritario il finanziamento di strade e autostrade, ma preferiscono finanziare progetti (ad esempio nei settori dell'energia e dell'acqua) dove la scelta dell'utilizzatore finale è limitata dalla struttura monopolistica o quasi monopolistica dell'offerta.
Infatti, mentre acqua ed energia sono un prodotto essenziale, omogeneo ed erogato da un singolo fornitore, i servizi legati al trasporto, benché essenziali, sono generalmente soggetti ad una molteplicità di scelte da parte del consumatore (mezzi utilizzati, tempi per raggiungere la destinazione, percorsi alternativi ecc.).
I finanziatori non amano le incertezze nei flussi di cassa che derivano dalla possibilità di scelta del consumatore, né amano che i loro flussi di cassa dipendano da decisioni individuali piuttosto che dalle scelte delle grandi società elettriche o dalle pubbliche amministrazioni.

Complessità del finanziamento di strade e autostrade

Allo scopo di attrarre fondi privati, i progetti di strade e autostrade devono essere strutturati in modo che i finanziatori si sentano sufficientemente rassicurati così da fornire risorse a lungo termine e a

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

condizioni analoghe, per quanto possibile, a quelle del finanziamento pubblico.
Non va infatti dimenticato che si tratta di un settore in cui il finanziamento a breve termine è inapplicabile; in generale, i progetti stradali sono ad alta intensità di capitale, hanno un lungo periodo di utilizzo ed ammortamento, sono lenti a raggiungere il regime di pieno utilizzo e garantiscono un ritorno finanziario relativamente più basso rispetto ad altri tipi di progetto.
Al momento, i finanziatori di progetti sono piuttosto riluttanti a fornire risorse a lungo termine per questo tipo di progetti. Per fare un esempio, il progetto per la costruzione della Cross Israel Highway è stato recentemente chiuso con una struttura finanziaria che ha coinvolto un considerevole supporto da parte del Governo Israeliano. La stampa specializzata ha commentato questo fatto affermando che ciò era dovuto all'avversione da parte della comunità finanziaria per il finanziamento delle strade tradizionali a pedaggio.
Esiste, in effetti, una serie di esempi negativi a supporto di questa avversione:
- la Dulles Greenway negli Stati Uniti, il primo progetto stradale finanziato privatamente degli ultimi cento anni, è stato funestato da una serie di problemi;
- il progetto di autostrade M1/M15 in Ungheria, inizialmente considerato come straordinariamente innovativo, sta attualmente incontrando difficoltà finanziarie;
- i progetti messicani di realizzazione di una rete di strade a pedaggio finanziate privatamente si è tradotta in un insuccesso, anche per effetto delle crisi valutarie locali.
Per tutti questi progetti nonché per altri realizzati nella Repubblica Ceca, in Indonesia, in Thailandia e in Malesia, si è verificata una perversa combinazione di proiezioni di traffico irrealistiche, di tariffe di pedaggio eccessivamente elevate e di elementi locali non sufficientemente valutati in fase di progettazione.

Motivi degli insuccessi

Esistono un certo numero di elementi che possono essere estrapolati da questi casi di insuccesso:
- incertezza sui flussi di traffico dovuta al livello del pedaggio;
- flussi di traffico inferiori alle proiezioni sono una delle cause più frequenti di una generazione di cassa insufficiente al servizio del debito; nel caso della Dulles Greenway, all'apertura dell'autostrada nel 1995, gli utenti reagirono negativamente alla prospettiva di pagare un pedaggio di 1,75 dollari, considerato troppo elevato anche in funzione delle alternative disponibili. Il pedaggio fu quindi ridotto a un dollaro, ma nonostante un incremento significativo del traffico, le prime due rate trimestrali del debito non poterono essere rimborsate;
- il contratto di concessione per l'autostrada M1/M15 venne stipulato nel 1993 e la M1 venne inaugurata nel gennaio del 1996; il rimborso del debito fu sospeso nel dicembre 1996 a causa di volumi di traffico inferiori a quelli originalmente previsti per il primo anno. Gli utenti in viaggio tra Vienna e Budapest erano infatti rilut-

tanti a pagare il pedaggio.
In effetti, esiste una difficoltà intrinseca nel determinare la tariffa appropriata in relazione al valore che soggettivamente l'utilizzatore del servizio associa ai risparmi nei tempi di percorrenza stradale. Gli studi effettuati attraverso diverse metodologie quali quella delle preferenze rivelate sono spesso viziati da valutazioni eccessivamente ottimistiche.

Incertezza sui flussi di traffico

Il costo per l'utilizzatore è soltanto una delle cause che determinano un minore flusso di traffico. Cosi come il costo, la rinuncia da parte degli utenti all'utilizzo di una strada a pedaggio può derivare anche da uno o entrambi i seguenti fattori:
- introduzione di pedaggi nei paesi in cui non sono mai state applicate tariffe stradali;
- frequentemente i governi non valutano le implicazioni di prezzo derivanti dal trasferimento del rischio finanziario al settore privato; quando vengono effettuati confronti tra progetti di strade a pagamento finanziate con risorse pubbliche o private, gli utilizzatori non comprendono le ragioni per cui debbano riconoscere un prezzo per l'utilizzo nel caso di progetti privati;
- il pedaggio è spesso percepito come inaccettabile dalla popolazione locale, soprattutto nei casi in cui tratti stradali a libera circolazione diventano soggetti a pedaggio in occasione del trasferimento della gestione a società private, remunerate per il servizio attraverso la tariffa.

Gli effetti di tali atteggiamenti possono non essere correttamente valutati in fase di studio iniziale dei potenziali flussi di traffico.
Troppe strade alternative a libera percorrenza possono inoltre causare problemi sostanziali e lo spostamento del traffico può provocare difficoltà nelle zone circostanti la nuova strada a pedaggio. Questo, ad esempio, si è verificato nel caso della M5 in Ungheria.

Flussi di cassa inadeguati a causa delle interferenze delle amministrazioni

I progetti di strade a pedaggio finanziate dal settore privato possono essere negativamente influenzati da interferenze dirette dei governi e delle pubbliche amministrazioni. Spesso i governi sono intervenuti per ragioni politiche od economiche o perché le strade in questione sono percepite come linee di comunicazione strategiche per il Paese o perché ritengono che debbano essere apportate modifiche ai progetti originari per motivi di interesse nazionale.
Questo è quanto è avvenuto nel secondo tratto dell'autostrada di Bangkok, a Kuala Lumpur e nel caso dell'M5 in Ungheria, allorchè i governi locali si rifiutarono di autorizzare aumenti tariffari.
Ci sono inoltre un certo numero di motivi per cui i progetti stradali finanziati privatamente falliscono dopo l'avvio, o addirittura non arrivano neppure ad ottenere la copertura finanziaria per mancanza di disponibilità dei finanziatori ad allocare risorse al progetto.
Le valutazioni dei progetti vengono spesso condotte da tecnici che analizzano il tasso interno di rendimento del progetto senza tener conto della capacità del progetto di attrarre finanziamenti. I tecni-

info@fabriziobonomo.it

ci danno spesso per scontata la disponibilità di fonti di finanziamento a lungo termine e, allorchè i partecipanti alle gare sottopongono offerte "bancabili", i governi restano delusi dal ridimensionamento del progetto originario.
La possibilità di realizzazione di un progetto dipende non soltanto dalla sua fattibilità tecnica, ma anche da un insieme di altri fattori che vanno dalla finanziabilità alla predisposizione di un inquadramento legale/contrattuale realizzabile e ad una corretta impostazione commerciale e di valutazione del rischio. Ed è perciò estremamente importante che il settore pubblico e i privati lavorino insieme per sviluppare i contorni del progetto.
Altri problemi possono emergere dall'applicazione indiscriminata di modelli utilizzati in altri Paesi senza verificarne la validità e l'applicabilità in un contesto locale (cosi come è successo in Bulgaria, dove è stato proposto di finanziare il progetto TEM attraverso una emissione obbligazionaria).
Il settore dei progetti infrastrutturali propone un'ampia casistica di progetti inizialmente presentati per essere finanziati dai privati e mai realizzati in questa forma; ripresi poi come progetti finanziati attraverso il ricorso a fondi pubblici o con garanzie dello stato.

Gli esempi coronati da successo

A fronte di questi casi di fallimento, ci sono stati tuttavia una serie di progetti di finanziamento privato di strade conclusi con successo, quali: il "Melbourne City Link"; lo schema DBFO (Design, Build, Finance, Operate) sviluppato nel Regno Unito; i ponti nel Regno Unito quali quelli di Dartford e Severn; i progetti in DBFO realizzati in Finlandia.
Una caratteristica generale che accomuna i progetti sopra menzionati è quella di dipendere da qualche forma di supporto e di partnership con il settore pubblico, come nel caso della Melbourne City Link, dove la raccolta di fondi privati è stata resa possibile da un vantaggioso schema fiscale.
Quanto sopra esposto non implica che il costo di realizzazione delle strade debba sempre essere sostenuto dal bilancio statale, ma semplicemente riflette il fatto che in nessuna economia sviluppata il costo reale di una strada è recuperato direttamente dagli utilizzatori. Se agli utilizzatori fosse chiesto di pagare il costo complessivo di una nuova strada in presenza di alternative, essi semplicemente non la utilizzerebbero.
Di fatto anche nelle strutture più classiche di BOT (Build, Operate and Transfer) vi è sempre una qualche forma di supporto delle autorità pubbliche.
È soltanto in rari casi, in presenza di situazioni "monopolistiche" di strade ad alta intensità di traffico localizzate in aree urbane densamente popolate, come ad esempio nel caso del ponte di Dartford, che i progetti si autofinanziano integralmente e pertanto i progetti con una qualche forma di collaborazione fra il settore privato e il settore pubblico sono quelli che hanno la maggiore probabilità di successo e di attrarre fondi dal settore privato.
Ciò è dovuto al fatto che l'utilità economica di un progetto stradale spesso è superiore alla sua redditività finanziaria.

I modelli Dbfo

I modelli di tipo DBFO rappresentano le strutture intorno a cui sono stati sviluppati progetti in partnership tra settore privato e settore pubblico. Nella sola Gran Bretagna, oltre 550 milioni di sterline sono stati impiegati in progetti basati sullo schema DBFO. Complessivamente, in Europa (Finlandia, Portogallo, ecc.) sono stati avviati o sono in fase di studio progetti per un valore di oltre 750 milioni di sterline.

Lo schema DBFO comporta una serie di obbligazioni da parte del settore privato e del settore pubblico.

Il settore privato progetta, costruisce, finanzia e gestisce l'opera. Il settore pubblico, da parte sua, si assume l'obbligo di effettuare dei pagamenti al consorzio dei privati calcolati sulla base del numero di veicoli che utilizzano la strada, i cosiddetti "pedaggi ombra" (shadow tolls in inglese).

I progetti così finanziati includono sia la costruzione di nuove strade che l'ammodernamento di strade esistenti. Nel primo caso, i pagamenti hanno inizio dal momento del completamento della strada, nel secondo dal momento della concessione.

Le parti, a seconda dei casi, concordano a chi spetta l'onere di ottenere le approvazioni burocratiche necessarie per dare avvio al progetto. In ogni caso, se la costruzione non viene completata nei tempi stabiliti, il settore pubblico ha il diritto di risolvere i contratti di concessione senza risarcimento nei confronti dei concessionari.

Nel corso dell'operatività della concessione, i pedaggi ombra vengono determinati e concordati all'interno di fasce di utilizzo della strada e vengono previsti incentivi per il raggiungimento di obiettivi di efficienza in termini di manutenzione e sicurezza da parte del concessionario.

In aggiunta a questo sistema di pagamenti, lo schema di DBFO prevede un meccanismo di trasferimento del rischio. Il governo britannico ha mostrato un'alta propensione al trasferimento del rischio al settore privato durante il periodo di durata della concessione. Nel sistema tradizionale di appalto, i rischi di splafonamento in termini di costi e tempi di realizzazione ricadono normalmente sul settore pubblico, mentre nel DBFO i privati si accollano la maggior parte dei rischi di progettazione, costruzione, gestione e manutenzione degli impianti. Questo approccio fa sì che i rapporti tra pubblico e privato siano chiari e definiti sin dall'inizio.

Il trasferimento del rischio in misura sufficiente consente allo stato di non dover effettuare accantonamenti in bilancio a fronte di tali potenziali rischi. Tale procedura è ammessa e riconosciuta da Eurostat e quindi uniforme per tutta l'Europa Unita.

Dal punto di vista dei finanziatori, il modello DBFO risulta più attraente degli schemi tradizionali per i seguenti motivi:

- mentre in linea teorica il rischio per il privato di raggiungere sufficienti livelli di utilizzo ai fini di ripagare il debito e assicurare un ritorno economico del progetto è analogo sia nel modello tradizionale che nello schema DBFO, di fatto in quest' ultimo la possibilità di generare flussi di cassa sufficienti per il rimborso del debito è più elevata, in quanto utilizzando schemi di tipo DBFO, non si verificano effetti di disaffezione in quanto gli utilizzatori non modificano i

info@fabriziobonomo.it

propri comportamenti di percorrenza. E questo effetto è particolarmente evidente nei casi di ammodernamento di strade esistenti;
- inoltre i banchieri apprezzano gli schemi di DBFO in quanto sono rimborsati direttamente dallo stato e non da società commerciali incaricate della riscossione dei pedaggi.

D'altro canto agli investitori sono garantiti ritorni più stabili: infatti negli schemi tradizionali non esistono limiti superiori al rendimento, ma non esistono neppure limiti alle perdite. Nel caso del DBFO i rendimenti sono protetti attraverso la fissazione di una fascia entro la quale i pedaggi possono variare.

La maggiore certezza dei flussi ha consentito per la prima volta l'accesso ai mercati dei capitali per questo tipo di progetti infrastrutturali.

Il caso italiano

Alla luce di quanto sopra e passando a considerare la situazione italiana, in cui i progetti sono sempre stati a carico del bilancio statale, si possono svolgere le seguenti sintetiche considerazioni:
- anche in Italia i progetti per infrastrutture richiedono una qualche forma di collaborazione tra settore pubblico e privato, salvo che si tratti di situazioni in cui non esistono alternative di transito (ponti o gallerie);
- la comunità finanziaria internazionale è particolarmente cauta nel valutare progetti di costruzione di strade completamente privati: pertanto i successi nei progetti realizzati secondo gli schemi di DBFO potrebbero costituire una premessa positiva per i progetti da avviare in Italia;
- in una situazione come quella italiana, in cui i vincoli di bilancio statale sono particolarmente stringenti, il modello di DBFO consentirebbe la costruzione di strade senza ricorso all'indebitamento pubblico pur garantendo la raccolta di finanziamenti a lungo termine.

Estratto da un articolo realizzato da Fabrizio Bonomo attraverso un'intervista a Julia Prescot, Director Project Finance Department della CCF Charterhouse Bank di Londra, pubblicato sul numero di luglio/agosto 1998 della rivista Le Strade.