

Il risk sharing culturale nel project finance

Sergio Sabetta

La decisione di effettuare un investimento infrastrutturale pubblico dovrebbe essere il risultato di un'analisi articolata in termini strategici, tecnico/economici e finanziari che affrontino la dimensione dell'*opportunità*, della *fattibilità*, della *finanziabilità* e della *sostenibilità*.

Se nell'ipotesi di *financially free standing*, dove non vi è un intervento finanziario diretto del soggetto pubblico, la valutazione si concentra sul livello di tariffazione affinché questi sia coerente con le politiche pubbliche dell'ente e le finalità dell'opera, nell'ipotesi in esame di project finance vi è una maggiore complessità tale da dovere ricercare strumenti quali il PSC (*Public Sector Comparator*), dove operano due elementi fondamentali:

- I rischi trattenuti insiti nell'operazione (fattore rischio);
- Il costo complessivo attualizzato dell'investimento, dato dallo stesso investimento per la realizzazione dell'opera nonché dai suoi costi di gestione (*base cost*).

Il costo dell'opzione project finance è invece composto:

- Dai rischi trattenuti, ossia dalla quantificazione dei rischi che risulta più conveniente trattenere per ottimizzare il costo complessivo del progetto;
- Dal valore del contributo a fondo perduto e dal canone di gestione corrisposti dall'amministrazione;

se il VA (*valore attuale dei flussi*) [aggiustamento al rischio + costo di costruzione e di gestione] > VA [contributo a fondo perduto + canone] il PF risulta conveniente.

In letteratura la scelta del tasso di sconto per la valutazione degli investimenti pubblici è una circostanza molto dibattuta, se si considera che l'elemento di riferimento dell'opportunità è limitato da altri elementi difficilmente quantificabili quali la scala dei bisogni sociali e le finalità istituzionali, in questo contesto vi è la necessità di una corretta valutazione

dei rischi necessaria nell'applicazione del PSC, tale analisi passa per le seguenti fasi:

- Identificazione del rischio, che si concreta in una lista dei rischi considerati rilevanti;
- Quantificazione del rischio, che dipende dai dati posseduti, intervengono per molti rischi evidenza empirica e valutazioni soggettive fondate sull'esperienza personale;
- Stima sia della probabilità della manifestazione del rischio che del valore attuale del costo;

essendo l'analisi del rischio fondata su dati forzatamente non sempre esatti e sulla probabilità, risulta necessario identificare quei punti più sensibili nella modifica della valutazione di convenienza derivante dal confronto tra PSC e PF, con la conseguente formulazione di possibili scenari da raffrontare tra loro mediante la costruzione di schede sintetiche contenenti elementi tanto quantitativi che qualitativi.

Vi deve essere una capacità di allocare i rischi e i costi di trasferimento su chi è fornito di un maggiore know-how per gestirli, minimizzando i rischi che restano alla P.A. e alla società costituita ad hoc (SVP - *Special Purpose Vehicle*) che deve assorbire i rischi giuridici, economici, patrimoniali e tecnici, è stato osservato che lo strumento in esame sebbene permetta potenzialmente una migliore gestione delle risorse e dei rischi con il ricorso a un buon rapporto tra capitale di debito e di rischio, permettendo tra l'altro il superamento della difficoltà del reperimento di adeguati fondi pubblici, risulta comunque più oneroso dal punto di vista finanziario rispetto al più semplice ricorso ai fondi pubblici o al credito bancario.

L'analisi dei rischi deve individuare quelli esternalizzabili e quelli il cui corrispettivo per il trasferimento è complessivamente accettabile, permettendo di conseguire un premio per l'investimento e l'accollo del rischio (VfM - *Value for Money*), devono quindi analizzarsi la capacità dell'amministrazione di sostenere un tale investimento nel medio/lungo periodo, nel calcolare il costo complessivo dell'investimento, nell'avere pertanto una visione totale dei vantaggi e svantaggi dell'operazione, in questo deve considerarsi che un'attenta valutazione del rischio è spesso complessa, dispendiosa e fondata su una serie di ipotesi discutibili, si tenta

quindi di ridurre l'analisi ai soli rischi dei tempi e dei costi di costruzione e dei servizi, con alcuni elementi sulla qualità.

Il compito dell'amministrazione sia nell'ipotesi di *financially free standing*, dove è la tariffa per il servizio che copre l'utile dell'investimento senza ulteriori impegni finanziari pubblici, o all'opposto, nelle ipotesi di intervento finanziario della P.A. a sostegno dell'investimento, indipendentemente dalla scelta di una delle tre modalità previste (sostegno ai proventi, contributo a fondo perduto o con un intervento in conto capitale e in conto esercizio), deve essere quello di garantire la fluidità e trasparenza delle procedure di gara, il contenimento delle asimmetrie informative, la chiarezza nelle finalità e ricadute esterne del progetto, come i livelli quantitativi e qualitativi dei servizi, i regimi tariffari ed il collegamento con le politiche dell'ente, la capacità di attirare i potenziali investitori può arrivare al trasferimento di diritti di proprietà o di godimento su asset non funzionali, procedure che richiedono attente valutazioni sulla stima del valore economico dei beni, anche al fine di raffrontare l'eventuale convenienza per una diversa alienazione o valorizzazione dei beni immobili recuperando risorse finanziarie da finalizzare.

Da quanto fin qui esposto risultano chiaramente le difficoltà che emergono nell'analisi dei rischi da parte pubblica, nonché delle eventuali debolezze procedurali su cui possibili interessi impropri possono incidere, si vede bene che le capacità tecniche e gli strumenti sempre più affinati di cui si dispone possono essere sempre piegati per altri risultati, né la trasparenza di per sé è sufficiente in quanto la complessità tecnica è tale che solo la lettura del progetto da parte di altri tecnici può essere valida, né questi possono essere interessati economicamente, l'unica possibilità è una diffusione del progetto e delle procedure a multilivello presso una varietà di centri tecnici sul territorio, si deve considerare che è diffusa una cultura che vede nel pubblico non un servizio ma una occasione di arricchimento e di gestione del potere secondo matrici pre-illuministe, una cultura diffusa in molte aree geografiche e settori della P.A., rafforzata da un forte scadimento etico dello Stato a seguito della fluttuazione dei valori secondo aspetti personalistici.

BIBLIOGRAFIA

- F. Amatucci, Il Project Finance nelle aziende pubbliche, Egea 2002;
- G. Imperatori, Il project financialy. Una tecnica, una cultura, una politica, Il Sole 24 Ore Libri 1995;
- T. Boeri, R. Cohen, Analisi dei progetti di investimento: teoria e applicazione per il project financing, Egea 1998.