

Finanza di Progetto

di Alberto Germani

L'intervento del capitale privato nella realizzazione di opere pubbliche e nella gestione di pubblici servizi è un fenomeno di portata mondiale, che acquista ogni anno sempre maggiore rilevanza a dispetto della turbolenze che attraversano i mercati finanziari internazionali.

Il meccanismo del partenariato pubblico privato, che affonda le sue radici nella storia, è oggi ampiamente diffuso ed adottato in molti Paesi del mondo per lo sviluppo di progetti nei più diversi settori, dall'energia ai trasporti, dalla gestione delle fonti idriche al *waste management*, ai progetti di interesse sociale, di cui gli impianti sportivi sono un settore rilevante.

Non si pensi che il fenomeno del partenariato pubblico privato sia limitato solo ai Paesi più sviluppati, dove sono presenti stabili condizioni di mercato finanziario ed un complesso di norme pubbliche consolidate.

Il Public-Private Infrastructure Advisory Facility (PPIAF), organismo di World Bank, ha censito negli ultimi 25 anni circa 5,000 operazioni in 137 Paesi del mondo classificati *developing od in transition*, soprattutto nelle aree dell'Africa, del Asia, Medio Oriente e America del Sud. Non deve sorprendere il fatto che lo sviluppo dei progetti in partenariato nei Paesi cosiddetti *developing od in transition* abbia risentito se non in minima parte degli effetti della crisi finanziaria mondiale generata a partire dal 2008, e che sia tuttora un fenomeno in crescita.

La ragione di tanto interesse verso il ricorso al capitale privato è, ad avviso di chi scrive, legata a due ordini di motivi: il primo, la necessità di effettuare sempre maggiori investimenti nel sistema infrastrutturale dei Paesi per rispondere alla domanda generata dallo sviluppo degli stessi, il secondo, di rendere più efficiente la spesa pubblica soprattutto nella fase di gestione delle opere.

La finanza pubblica, pur prevalente, non può da sola sostenere l'intero impatto del programma di ammodernamento delle infrastrutture, e non è conveniente che questo avvenga; in nessun Paese del mondo, infatti, le risorse pubbliche a disposizione degli investimenti sono illimitate.

In tutti gli Stati i progetti vengono valutati attraverso le analisi costi benefici e, qualora ritenuti fattibili e convenienti, inseriti in programmi che ne definiscano l'ordine di priorità nella realizzazione; qualora un progetto fosse suscettibile di ritorno economico, in

questo caso si può considerare l'utilizzo del *project financing* per la sua attuazione.

La prima conseguenza di questo processo è che una corretta valutazione della fattibilità dell'investimento pubblico deve prendere in esame un arco di tempo necessariamente lungo (*whole-life cycle*), che tenga conto non solo della fase di costruzione, ma soprattutto della sua capacità di generare servizi economicamente validi nel periodo di gestione.

La seconda conseguenza è che il capitale pubblico non è più la sola fonte finanziaria disponibile, ma integra quello privato nella misura in cui i progetti non sono in grado di coprire i costi di investimento con il flusso di ricavi attesi da una corretta gestione; in questo modo si salvaguarda l'interesse pubblico, incentivando nel contempo una gestione efficiente ed economica dell'infrastruttura.

Questo ultimo aspetto è particolarmente rilevante per gli impianti sportivi.

Molti dei maggiori impianti nel mondo costruiti nel passato sono stati infatti realizzati in occasione di specifici eventi, alcuni di natura planetaria (Olimpiadi, Campionati del Mondo), dove era imperativa la loro consegna ad una certa data ed il loro design pensato per rispondere a quell'evento. Nell'urgenza della loro costruzione non sempre si è data la necessaria attenzione al cosa farne nel "dopo", in un periodo di tempo enormemente più lungo dell'evento che li ha generati. Non a caso tali eventi sono stati in alcuni casi, per i Paesi che li hanno ospitati, fonti di rilevanti perdite finanziarie e di grossi problemi legati al riutilizzo degli impianti; citiamo anche l'esempio positivo di Roma, Barcellona e le esperienze americane.

L'introduzione del partenariato pubblico privato ha consentito, se non altro, di valutare i progetti in un'ottica più sana dal punto di vista economico. Valgano due esempi di attualità: le Olimpiadi di Londra ed i Campionati Europei di Calcio in Polonia ed Ucraina, previsti entrambi nel 2012.

A Londra il *project finance* è stato utilizzato in maniera estensiva per gli impianti, incluso il Villaggio Olimpico. Il problema del "dopo" ha influenzato le scelte strategiche in materia di investimenti ed è stato centrale nel design delle strutture. Questo non solo ha ridotto l'esposizione finanziaria pubblica, ma per molti degli impianti che verranno realizzati non vi sarà un vero problema di riutilizzo, perché sono stati già pensati in una logica di lungo periodo dai privati



Singapore Sport Hub



che vi hanno investito. Tutto questo è naturalmente legato ad una attenta valutazione delle loro potenzialità di rendimento, ovvero come poterli sfruttare al meglio combinando attività sportive con altre più generali di intrattenimento.



Singapore Sport Hub - Il più grande PF per impianti sportivi
The largest PF for sport facilities

Planning Financing

Private capital investment in the construction of public works and the operation of public services is a world-wide phenomenon, which becoming is increasingly important every year despite the crises occurring on the International financial markets.

The public-private partnership mechanism, which dates back some time, is now very widespread and used in many countries throughout the world to develop projects in a variety of sectors including energy, transport, water resources, waste management and projects of social relevance, of which sports facilities are a significant sector.

The trend towards public-private partnership is not just limited to the most highly developed countries, where there are stable conditions on the financial market and a consolidated set of public standards.

In the past 25 years, the Public-Private Infrastructure Advisory Facility (PPIAF), a World Bank organisation, has recorded over 5,000 operations in 137 countries in the world classified as developing or in transition, above all in Africa, Asia, the Middle East and South America. It is no surprise that the development of partnership projects in the so-called developing or transition countries have only been minimally affected by the world financial crisis under way since 2008, and that there is still an upward trend.

So much interest in the recourse to private capital is, I believe, due to two reasons. The first one is the need to make larger and larger infrastructure investments in these countries to respond to the demand generated by their development. The second one is to make public expenditure more efficient, above all in the phase involving the management of the works.

Public expenditure, though prevalent, is not enough to support the entire impact of the plan for modernising infrastructures, and this represents a problem since no country in the world has unlimited funds available for investments.

In all the countries, projects are assessed by a costs-benefits analysis, and if they are deemed to be feasible and viable, they are included in programmes to define the order of priority of

implementation. If a project could have an economic return, the use of project financing can be considered for its implementation.

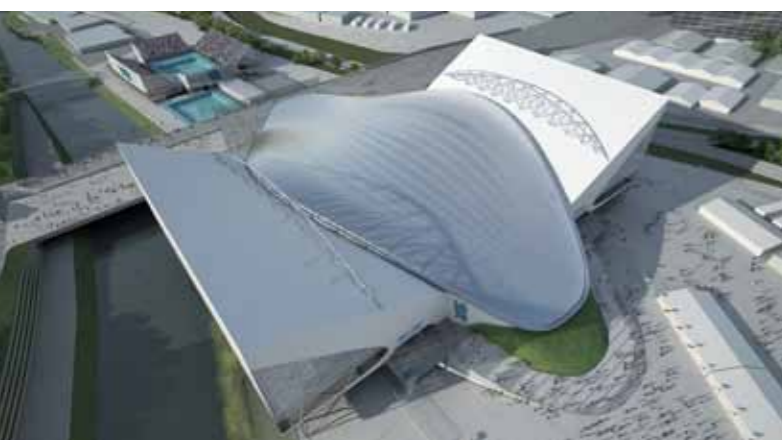
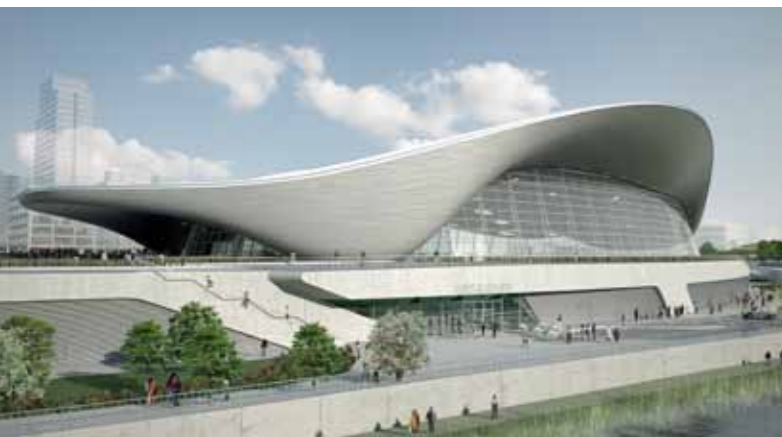
The first consequence of this process is that a correct feasibility evaluation of the public investment must necessarily consider a long term period (the whole-life cycle), taking into account not only the construction phase, but above all its capacity to produce services that are also economically valid in the operation period.

The second consequence is that public capital is no longer the only financial source available, but is added to private investment to the extent to which the projects are unable to cover the investment costs with the flow of revenues expected from proper management; this safeguards the public interest, while also providing incentives for the efficient and economically feasible operation of the facility.

The latter aspect is especially relevant for sports facilities.

In the past, many of the most important sports facilities in the world were built for specific events, some of these international (Olympics, World Championships), where they had to be ready by a certain date, and their design was adjusted to that event. The urgent nature of their construction has often failed to include the necessary concern for what to do with them after the event, i.e. in a period of time enormously longer than the event that led to their construction. It is not surprising that these events have, in some cases, been a source of significant financial losses for the host countries, with serious problems related to the continued use of the facilities; on the other hand, there is the positive example of Rome '60, Barcelona and the experience in the United States.

The introduction of public-private partnership has in any case resulted in a type of project evaluation that is much healthier from the economic point of view. There are two pertinent examples: the London Olympics and the European Football Championships in Poland and the Ukraine, both taking place in 2012.



London Aquatics Centre



In Ucraina il problema è stato diverso; il partenariato è stato utilizzato per molte delle infrastrutture correlate (ad esempio trasporti), ma non per la costruzione degli stadi di calcio, in quanto non obiettivamente suscettibili di gestione economica una volta finito l'evento.

È appena il caso di notare che il più grande *project finance* del mondo nel settore dello sport ad oggi in fase di realizzazione, lo Sports Hub di Singapore, con un investimento stimato di 1.33 miliardi di dollari, è stato concepito in modo totalmente disgiunto da qualsiasi evento sportivo in particolare.

Il PPP ed il Project Financing

È utile richiamare anche se brevemente cosa si intende per *Public Private Partnership* (PPP) e *project financing*.

Con il termine PPP (*Public Private Partnership*, ovvero Partenariato Pubblico Privato) si indica il complesso delle forme di collaborazione pubblico-privata per la realizzazione e gestione di opere pubbliche o di pubblico interesse.

Il **Project Finance** (Finanza di Progetto) è invece un meccanismo di finanziamento che si basa sulla capacità di una iniziativa di ripagare l'indebitamento contratto nella fase di costruzione con i flussi di cassa generati dalla sua successiva gestione. Tale meccanismo è, per definizione, applicabile, sia nel caso di opere pubbliche, che private. Nel Libro Verde sui Partenariati Pubblico Privati reso pubblico nell'aprile 2004 dalla Commissione Europea (COM2004_327), viene fornita una semplice classificazione dei PPP sulla base della prassi vigente nei Paesi Membri, che prevede le seguenti due forme di partenariato:

- il **partenariato contrattuale**, assimilabile alle nostre concessioni, nelle quali il privato assume la responsabilità della progettazione, finanziamento, costruzione e gestione dell'iniziativa pubblica, assumendosi in particolare il rischio economico - finanziario della stessa;
- il **partenariato istituzionale (IPPP)**, nel quale invece viene stabilita una società mista ad-hoc fra pubblico e privato per il perseguimento di una iniziativa, oppure attraverso un meccanismo di privatizzazione il privato assume il controllo di società pubbliche esistenti.

In London, project financing has been extensively used for the facilities, including the Olympic Village. The problem of the period after the event has affected strategic choices for investments and has been a key factor in the design of the structures. This has not only reduced public expenditure, but for many of the facilities being built there will be no real problems for the reuse, since they have all been designed by the private investors within a long term framework. All this is naturally related to a careful evaluation of their potential yields, i.e. how to best exploit them by combining sports activities with other more general entertainment uses.

In the Ukraine the problem was different; the partnership has been used for many of the associated infrastructures (for example transport), but not for the construction of the football stadiums, since economically feasible management after the event was not objectively possible. It hardly need be pointed out that the world's largest project finance initiative in the sports sector not being built, the Sports Hub in Singapore, with an estimated investment of \$1.33 billion, has been planned without any connection with a particular sports event.

PPP and Project Financing

We should briefly recall the definition of Public Private Partnership (PPP) and Project Financing. The term Public- Private Partnership refers to the various forms of collaboration between the public and the private sector for the construction and management of public works or works of public interest.

Project Financing is a funding mechanism based on the capacity of an initiative to pay back the loan acquired in the construction phase with the cash flows produced by its subsequent operation. This mechanism is, by definition, applicable both to public works and private initiatives.

The Green Book on Public Private partnerships, issued in April 2004 by the European Commission (COM2004_327), provides a simple classification of PPPs on the basis of common practice in the Member States, involving two forms of partnership:

- **contract partnership**, similar to our concessions system, in which the private investor undertake the design, funding, construction and management of the public initiative, in particular taking up the economic and financial risks of the project;
- **institutional partnership (IPPP)**, in which a mixed company with private and public partnership is specifically set up to undertake an initiative, or through a privatisation mechanism in which the private acquires control of existing publicly-owned companies.

Il partenariato di cui ci occuperemo in questo articolo è il primo, ovvero affidamenti a privati di lungo periodo di opere pubbliche, in cui si fa ricorso ad un meccanismo di *project finance* per la realizzazione dei progetti.

Pertanto per i nostri scopi il PPP è da intendersi esclusivamente quello contrattuale.

Diversi sono i nomi con i quali tali contratti sono noti a livello internazionale (BOT, BOOT, DBFO, concessioni, ecc.) che dipendono dal tipo di affidamento pubblico e dalle responsabilità assegnate al privato.

Possiamo a grandi linee riassumere gli elementi comuni dei PPP come segue:

- affidamenti di lunga durata (25 - 30 anni di media), inclusivi della progettazione, finanziamento, gestione e manutenzione dell'opera, normalmente senza il trasferimento di proprietà (*ownership*) al privato, che rimane una opzione solo per alcuni contratti (BOOT);
- realizzazione e gestione attraverso una società costituita ad hoc (SPV, *Special Purpose Vehicle*) dai privati investitori, con possibilità autonome di ricorso al mercato finanziario;
- finanziamento in tutto od in parte assicurato dai privati e dai loro *sponsors* e garantito da un meccanismo di *no-recourse*, con *debt leveraging* piuttosto spinto (70-80% dell'investimento);
- meccanismo di ripagamento dell'investimento durante la fase di gestione assicurato dai flussi di cassa generati dalla vendita dei servizi ai cittadini (*user charges*) oppure dal pubblico (*availability-based payments*), legato comunque alle prestazioni fornite dal gestore;
- assunzione in toto del rischio economico - finanziario dell'iniziativa da parte del privato.

Le buone regole per il successo di un PPP

L'esperienza internazionale, ed in particolare quella italiana ormai quindicennale, ha evidenziato che il successo nel ricorso al project financing per la realizzazione di opere pubbliche è fortemente condizionato dall'esistenza di alcune condizioni propedeutiche, senza le quali tali iniziative sono in buona parte destinate ad un esito negativo.

Ne vedremo di seguito alcune in sintesi.

In this article we shall deal with the first type of partnership in which long term public works are assigned to the private sector, with recourse to a project financing mechanism for the implementation of the projects. For our purposes, we will only take the contract PPP into consideration.

These contracts are known by various names on the international level (BOT, BOOT, DBFO, concessions etc.) depending on the type of public contracting and on the responsibilities assigned to the private investor.

The elements in common to PPPs can be summarised as follows:

- long term concessions (average 25 - 30 years), including design, funding, operation and maintenance of the facility, normally without the transfer of ownership to the private investor, which is an option only for some contracts (BOOT);
- construction and operation by a company specially set up (SPV, Special Purpose Vehicle) by private investors, which can independently apply to the financial market for borrowing;
- funding provided wholly or partly by the private sector and their sponsors, guarantees by a no recourse mechanism with considerable debt leveraging (70-80% of the investment);
- a mechanism for the repayment of the investment during the operating stage, thanks to the cash flows produced by the sale of services to the public (*user charges*) or by the public sector (*availability-based payments*), in any case linked to the services provided by the operator;
- total coverage by the private investor of the economic and financial risk involved in the initiative.

Good rules for the success of a PPP

International experience, and in particular Italian experience over the past 15 years, has shown that the success of project financing for building public works is heavily conditioned by the presence of some initial factors without which these initiatives would generally have a negative outcome. Some of these are summarised below.

The prevalence of the service aspect

The public sector should not be induced to utilise public-private partnership (and the connected project financing) exclusively due to the lack of public resources to allocate for investments. The final interest of the public sector should not just be the building of the facilities, but rather

La prevalenza del servizio

La pubblica amministrazione non dovrebbe essere animata dal desiderio di esplorare il partenariato pubblico - privato (ed il *project financing* che ne è una fattispecie) mossa unicamente dalla scarsità di risorse pubbliche da destinare agli investimenti.

L'interesse finale della pubblica amministrazione non dovrebbe essere l'opera da costruire, bensì il servizio generato; il problema non dovrebbe essere quello di realizzare un'opera pubblica in più, quanto quello di avere una fornitura di servizi secondo tempi, costi e modalità prefissate con uno standard di qualità garantito.

L'opera pubblica non va vista pertanto come *asset*, ma in quanto strumento funzionale alla soddisfazione di un bisogno collettivo (esigenza di mobilità, di salute, di istruzione, di servizio sportivo ad esempio).

La normativa italiana sulla concessione di costruzione e gestione stabilisce che "la controprestazione a favore del concessionario consiste unicamente nel diritto di gestire funzionalmente e di sfruttare economicamente tutti i lavori realizzati...". Questo significa che un'opera realizzata genera reddito solo durante il periodo di gestione, in misura dipendente dai servizi prodotti e da quanto tali servizi incontrano il gradimento del mercato. La gestione diventa il momento qualificante del ciclo di vita del progetto.

Gli utenti del progetto

Il *project financing* ha trovato finora applicazione nei casi in cui sia possibile individuare un sistema di ripagamento certo dell'investimento, sia attraverso meccanismi tariffari posti a carico degli utenti finali del servizio (*user charging*) che della Pubblica Amministrazione (*availability payments*).

L'utilizzo del *project financing* è pertanto possibile anzitutto nei casi (*economic infrastructures*, le cosiddette opere "calde") in cui esista e sia identificato il mercato dell'iniziativa (in termini di numero di utenti) e vi sia una propensione al pagamento dei servizi, tramite tariffa, da parte degli utenti finali.

Sono oggetto di investimenti di successo in PF i settori delle *utilities* (distribuzione acqua, gas, energia), della sosta, dei servizi di mobilità e trasporto, dello sport e del tempo libero (impianti sportivi e ricreativi, ecc.).

Nei casi in cui non sia possibile o conveniente far pagare direttamente

the services provided by these facilities; the problem should not be just to build another set of public works, but to provide services according to the timing, costs and procedures determine with a guaranteed quality standard.

The public works should therefore not be seen as an asset, but as a tool to satisfy a demand by the community (transportation, health, education and sports services, for example).

Italian regulations on concession for construction and operation states that "the advantage given in exchange to the concessionaire consists solely in the right to the functional management and the economic exploitation of the works completed...". This means that a facility built will generate income only during the operation period, according to the services produced and to what extent these services enjoy market approval. The management phase is the qualifying part of the project's life cycle.

Project users

Up to now, project financing has been applied in cases where a system for the certain repayment of the investment has been identified, whether through tariff mechanisms established for the end users of the service (*user charging*) or by the public sector (*availability payments*).

The use of project financing is therefore first of all possible in those cases (economic infrastructures, or "hot" works) where the market for the initiative exists and is identified (in terms of the number of users) and there is a propensity to the payment of services by the end users through tariffs.

There have been successful PF investments in utilities (water, gas and power distribution), parking facilities, mobility and transport services, sport and leisure time (sports and recreation facilities etc.).

When it is not possible or desirable to have the end users directly pay the cost of the services (as in social infrastructures or "cold" works), the payment of the services is incurred by the public sector through tariffs or other mechanisms (e.g. shadow tolls). These occur, for example, in health care, prisons, social housing and education, where the service utilised by the public is actually paid for by the government, as in the case of the National Health Service.

The two systems can coexist, and thus is quite frequent in sports facilities. The same complex can include a part involving commercial risk, where the income is ensured by sales to direct users, and another part considered to be of public interest in which the local authority issuing

all'utente finale il costo dei servizi (*social infrastructures* od opere "fredde"), il pagamento dei servizi è a carico della Pubblica Amministrazione attraverso canoni od altri meccanismi (es. *shadow tolls*). Tali sono ad esempio i casi della sanità, carceri, *social housing*, istruzione, nei quali il servizio usufruito dai cittadini viene materialmente pagato dall'Ente pubblico, si pensi ad esempio al Servizio Sanitario Nazionale.

I due sistemi possono convivere, e ciò è assai frequente proprio negli impianti sportivi. Nella stessa opera può essere prevista una parte a rischio commerciale i cui introiti sono assicurati da vendite agli utenti diretti, ed una parte di pubblico interesse in cui l'Ente concedente assicura al privato un canone per i servizi a più rilevanza sociale.

Si pensi per esempio ad un impianto natatorio, dove coesistono attività commerciali (fitness, benessere, ristorazione, shopping, ludico) e quelle più propriamente sportive o formative (nuoto per le scuole, attività per anziani, utenti diversamente abili, ecc.). La combinazione bilanciata delle due forme di attività è spesso alla base della sostenibilità finanziaria delle iniziative in *project finance* negli impianti per lo sport.

Il processo decisionale pubblico

Prima di prendere la decisione di ricorrere alla finanza di progetto per realizzare un'opera pubblica, l'Amministrazione deve avere compiuto un percorso volto a stabilire il tipo di bisogni da soddisfare, la definizione del progetto e la valutazione delle opzioni a disposizione per la sua realizzazione.

La programmazione dell'intervento da parte della Pubblica Amministrazione comincia dalla pianificazione urbanistica e dalla redazione dello studio di fattibilità. Tali documenti formano l'indispensabile quadro delle certezze senza il quale non può svilupparsi l'interesse del privato.

Attraverso la programmazione l'Amministrazione non solo definisce i confini dell'intervento, ma esprime pubblicamente la propria volontà a perseguire la scelta di avvalersi del privato consapevole che, per la realizzazione di quella specifica opera, questa è la scelta che massimizza il valore per la collettività (*Value for Money*).

Una delle principali cause di insuccesso dei PPP risiede nella incompleta o superficiale valutazione, da parte delle Amministrazioni,

di aspetti quali la collocazione dell'opera nel territorio, gli impegni pubblici conseguenti al progetto, la reale dimensione del mercato degli utenti. Le modifiche apportate ai PPP, una volta aggiudicati, a causa di ripensamenti delle Amministrazioni sono la principale fonte di ritardi e di aumento dei costi dei progetti.

È indispensabile pertanto che l'Amministrazione provveda a porre in atto una corretta attività di *pianificazione* e *programmazione* degli interventi che intende realizzare, ivi inclusa la redazione di uno studio di fattibilità anche semplificato, prima di avviare una gara. Lo studio di fattibilità propedeutico al ricorso alla finanza privata dovrebbe contenere elementi quali l'individuazione dei bisogni da soddisfare, la conformità urbanistica, le eventuali cause ostative alla realizzazione, l'impatto socio-ambientale, i costi e tempi di costruzione ed entrata in esercizio, i flussi di cassa attesi in fase di gestione.

L'allocazione dei rischi

Nel *project financing*, sia l'Ente pubblico concedente, che il privato concessionario si assumono una quota di rischio dell'operazione, secondo il principio che un rischio specifico viene allocato alla parte che è in grado di sostenerlo a costi minori.

Una allocazione equilibrata ed efficiente evita di far gravare sulla collettività, sotto forma di aumento delle tariffe per i servizi resi, il costo di una impropria, o sbagliata, ripartizione dei rischi di progetto. In quest'ottica si può considerare inefficiente tanto la ritenzione di tutti i rischi da parte del soggetto pubblico, quanto il suo trasferimento integrale alla parte privata.

La decisione di Eurostat del 11 febbraio 2004, riguardante il trattamento contabile nei conti nazionali delle operazioni in partenariato pubblico - privato, ha proposto un semplice modello di ripartizione dei rischi applicabile in tutte le operazioni di realizzazione e gestione di opere pubbliche finalizzate alla produzione di pubblici servizi, nei quali lo Stato sia il principale acquirente dei beni e servizi forniti. È il caso, ad esempio, della sanità, dell'istruzione, dei servizi di custodia.

La decisione Eurostat stabilisce che, ai fini del conteggio fuori bilancio pubblico dell'*asset* realizzato in PPP, vi debba essere stato un effettivo trasferimento di rischio dalla parte pubblica alla parte privata.

Sebbene sia stata circoscritta ai PPP delle opere cosiddette "fredde", la decisione del 2004 è una buona pratica di portata generale, applicabile a tutti i *project finance*, anche a quelli dove gli aspetti commerciali sono prevalenti.

I rischi di tali operazioni sono di varia natura: politica, amministrativa, finanziaria, di gestione e di mercato, tanto per citarne alcuni. Eurostat considera, per brevità, tre tipologie principali di rischi:

- il rischio di costruzione;
- il rischio di disponibilità;
- il rischio di domanda.

Il **rischio di costruzione** copre gli eventi durante la realizzazione dell'opera quali inconvenienti di tipo tecnico, l'aumento dei costi in corso d'opera, il ritardo nei tempi di consegna fino al mancato completamento.

Il **rischio di disponibilità** (*availability risk*) è legato alla capacità o meno, da parte del concessionario, di erogare i servizi attesi in fase di gestione, sia per volume che per standard di qualità.

Il **rischio di domanda** contempla il caso in cui, nonostante l'opera sia ben gestita, il flusso di cassa in fase di gestione risulti inferiore alle aspettative. Un possibile declino della domanda può dipendere infatti da altri fattori, quali, ad esempio, la presenza di alternative più convenienti per gli utenti, il ciclo di business, nuove tendenze del mercato.

Eurostat considera efficace il trasferimento di rischio qualora alla parte privata siano stati allocati *in toto* il rischio di costruzione ed uno, a scelta, fra il rischio di disponibilità ed il rischio di domanda. Normalmente si alloca al concessionario, oltre al rischio di costruzione, anche quello di disponibilità, in quanto direttamente legato alla fase di gestione di cui il privato è responsabile.

Il rischio di domanda è invece trattato caso per caso, e può essere, in tutto od in parte, ritenuto dalla parte pubblica. In tal caso l'Ente concedente remunera il privato attraverso il pagamento di un canone che risulta variabile principalmente in funzione della qualità effettiva delle prestazioni erogate, che vengono puntualmente misurate e confrontate con parametri contrattuali (i cosiddetti KPIs, *Key Performance Indicators*) stabiliti in precedenza.

Per essere pagati dall'Amministrazione, i servizi prestati devono rispondere alla logica del rispetto degli standard contrattualmente garantiti. L'Amministrazione effettuerà una accurata verifica della qualità delle prestazioni fornite, e quelle prestate in forma insufficiente rispetto ai KPIs oppure quelle non prestate affatto verranno decurtate dal pagamento dei canoni. Resta inteso che, nei casi più gravi, l'Amministrazione potrà richiedere la sostituzione del concessionario (il cosiddetto *step-in*) o la risoluzione della convenzione.

Rischi sul finanziamento

Un discorso a parte meritano i rischi relativi al finanziamento. Essi sono di due tipi: variazione dei tassi di interesse e operazioni di rifinanziamento.

Le turbolenze sorte sui mercati finanziari a partire dal 2008 hanno portato dei cambiamenti strutturali anche al finanziamento del *project finance*. I tassi di interesse sono soggetti ad inaspettate variazioni nel periodo intercorrente la presentazione dell'offerta, l'aggiudicazione del contratto ed il *closing* finanziario.

Inoltre il *tenor*, ovvero la durata del mutuo contratto con le banche, si è ridotto da una media di 20 anni a 7-10 anni, con necessità di rifinanziare le operazioni non appena esse sono entrate nel periodo iniziale di gestione. Le modalità con cui il rifinanziamento avviene non sono note in partenza, ma dipendono dalle condizioni al momento in cui questo avviene, ed introducono un forte elemento di rischio per i privati investitori.

I privati possono chiedere di rinegoziare i contratti con le Amministrazioni, sapendo però che i rischi sul debito sono parte della più generale alea economico-finanziaria che si assume il concessionario alla stipula del contratto con l'Ente pubblico e con gli *sponsors* finanziari.

Inoltre non è sempre detto che la rinegoziazione del debito avvenga a prezzo di maggiori costi per il privato, o i tassi siano necessariamente in rialzo. In tal caso sarà l'Amministrazione a chiedere una quota dei vantaggi conseguenti ad un migliorato profilo finanziario del debito.

Garanzie offerte ai finanziatori

Nelle operazioni di *project finance* il finanziamento offerto dalle banche dovrebbe essere senza rivalsa. In realtà, nella pratica



Abu Dhabi - Ferrari World

the concession agrees to pay a fee to the private investor for services with social relevance. We can refer, for example, to a swimming pool facility where accessory services (fitness, wellness, catering, shopping and entertainment) coexist with more specifically sports or educational facilities (swimming for schools, senior citizens activities or disabled users etc.). The balanced combination between the two types of activities often underlies the financial sustainability of project financing in sports facilities.

The public decision-making process

Before making the decision to utilise project financing for a public project, the local authority concerned must first complete a procedure to determine the type of needs to be met, the definition of the project and the evaluation of the options available for implementing the project.

The planning of the measures by the local authority starts from the town planning stage and the drawing up of the feasibility study.

These documents provide the indispensable framework with the certain aspects without which there will be no interest in the private sector.

Through planning, the authorities not only define the contours of the project, but publicly express their intention to turn to private investors, being aware that for the creation of that specific facility, this choice will provide the community with maximum value for money.

One of the main causes for failure of PPPs is the incomplete or superficial evaluation made by the authorities regarding aspects such as the location of the facility in the area, the public commitments deriving from the project and the real size of the users' market.

The amendments made to PPPs after the agreement due to second thoughts by the authorities are the main source of delays and increased costs of the projects.

It is thus essential for the authorities to ensure the correct planning of the measures they intend to implement, including the drawing up of a feasibility study, which may also be simplified, before issuing a call for tenders.

The feasibility study made before turning to private investment should contain aspects such as the identification of the needs to be met, compliance with the town planning framework, identification of causes which might prevent the project, the social and environmental impact, construction costs and the time required for construction and the start-up of the facility, and the cash flows expected in the operational phase.

Risk allocation

In project financing, both the authorities granting the concession and the private concessionaire accept a percentage of risk in the operation, on the basis of the principle by which the specific is allocated to the party that can sustain it with the lowest costs.

Thanks to balanced and efficient allocation, the community is not required to pay the cost of an improper or mistaken risk allocation for the project, in the form of higher tariffs for the services provided. In this respect we can consider both the retention of all the risks by the public sector or their total transfer to the private sector as being inefficient.

The Eurostat decision of 11 February 2004, regarding the treatment of public-private partnership operations in government accounting, has proposed a simple mode for risk allocation applicable in all the operations for the construction and management of public works designed to provide public services, in which the government is the main purchaser of the goods and services provided. This applies, for example, to health care, education and prison services.

The Eurostat decision states that for the assets created under PPPs to be classified as a non-government asset, the effective transfer of risks from the public sector to the private investor must have occurred.

Although limited to PPPs for so-called "cold" structures, the 2004 decision is a good practice on the general level, applicable to all project financing, even when the commercial aspects are prevalent.

These operations have various types of risks, which may be political, administrative, financial, operational and linked with the market, just to mention some. In brief, Eurostat considers three main types of risks:

- construction risk;
- availability risk;
- demand risk.

Construction risk covers the events during the construction phase, regarding technical deficiency, cost increases during the works, late delivery and non-completion.

Availability risk is related to the capacity of the concessionaire to provide the planned services in the operation phase, both for amounts and quality standards.

corrente si adottano più frequentemente degli schemi di tipo *limited recourse*, ovvero con una rivalsa limitata nei confronti della società di progetto. Essendo la società di progetto svincolata dalla capacità di indebitamento (e di prestare garanzie) dei soci, nelle convenzioni le banche cercano forme di garanzie reali proprie del progetto.

Una delle più usate è la cessione, da parte dell'Ente pubblico, del diritto di superficie sull'opera da costruire, che possa poi essere dato in garanzia alle banche.

Tale richiesta, ancorché legittima, potrebbe essere in certi casi inefficace.

Si rammenta infatti che molte opere pubbliche oggetto di *project finance* sono considerate patrimonio indisponibile dello Stato, pertanto la costituzione di ipoteche da parte degli istituti finanziari potrebbe risultare non praticabile.

Nei casi in cui la costituzione fosse possibile, potrebbe risultare comunque di fatto inefficace a causa dei vincoli apposti dagli Enti locali al mutamento di destinazione d'uso delle opere stesse. Se ad esempio il PPP riguarda un ospedale pubblico, un edificio scolastico od un istituto di pena, riesce difficile pensare ad una confisca dell'immobile ed alla sua successiva alienazione da parte delle banche creditrici, poiché quell'immobile acquista un valore commerciale solo se la sua destinazione d'uso verrà modificata, ad esempio in residenziale. In assenza di ciò sembra difficile che la garanzia reale apposta sul bene possa essere di una qualche utilità pratica.

La vera garanzia offerta ai finanziatori è allora da ricercarsi nella bontà del progetto, nella sua capacità di attrarre l'utenza e di generare flussi di cassa, di creare valore per gli investitori e di rispondere al pubblico interesse.

La soddisfazione economico - finanziaria

In un'operazione di *project finance* gli sponsor finanziari dell'iniziativa sono di due tipi: gli azionisti, apportatori di capitale proprio (*equity providers*), ed i *lenders*, ovvero il mercato finanziario, che provvede al capitale di debito. Nei casi in cui è previsto l'apporto di capitale pubblico sotto forma di contribuzione, esiste un terzo sponsor che è costituito dallo Stato.

Le prime due categorie rispondono alla stessa logica, ovvero il ritorno economico dall'investimento, ma con regole diverse.

Demand risk covers the case where although the facility is properly managed, the cash flow in the operational phase is lower than expected. A possible fall in demand may be due to other factors including, for example, cheaper alternatives for users, the business cycle and new market trends.

Eurostat considers risk transfer to be effective if the construction risk has been totally transferred to the private party, as well as either availability risk or demand risk. Besides the construction risk, the concessionaire generally accepts the availability risk since this is directly lined to the operational stage for which the private investor is liable.

The demand risk, however, is handled on a case by case basis, and can be wholly or partially assigned to the public sector. In this case, the authority granting the concession will remunerate the private investor through the payment of a fee mainly varying on the basis of the actual amount of the services provided, which are carefully identified and compared with contract parameters (i.e. KPIs, *Key Performance Indicators*) established previously.

In order to be paid for by the public authority, the services provided must comply with the contractually guaranteed standards.

The authority will conduct a careful evaluation of the quality of the services provided; those provided on an inadequate basis with respect to the KPIs or not provided at all, will be deducted from the payment of fees.

In the most serious cases, the authority can request the replacement of the concessionaire (i.e. step-in) or the termination of the agreement.

Funding risks

The risks connected with funding should be treated separately. There are two types: variable interest rates and refinancing operations.

The crisis on the financial markets since 2008 has also led to structural changes in project financing. Interest rates may be subject to unexpected changes in the period between the submission of the bid, the awarding of the contract and the financial closing of the agreement. Moreover, the tenor (i.e. the duration of the loan agreed with the banks) has fallen from an average of 20 years to 7-10 years, so that the operations have to be refinanced as soon as they have started the initial operating period. The refinancing conditions are not known at the start, but depend on the conditions at the time when refinancing is required, thus introducing a

L'azionista risponde ad una logica di massimizzazione del profitto, la banca segue il criterio della sostenibilità finanziaria (altrimenti detta bancabilità).

Lo Stato, infine, risponde ad un criterio di efficienza ed efficacia della spesa pubblica, che si traduce nell'ottenere il massimo dei benefici sociali con il minimo investimento compatibile.

Affinché l'operazione abbia successo le tre condizioni di cui sopra (convenienza economica, sostenibilità finanziaria e necessità di un contributo pubblico) devono essere soddisfatte e sussistere contemporaneamente nel piano economico - finanziario.

La **convenienza economica** misura la redditività del progetto a vita intera per l'azionista. Affinché vi sia convenienza, la redditività del progetto deve essere maggiore di quella ricavabile da altri investimenti nello stesso settore o per investimenti "alternativi" (ad esempio l'acquisto di titoli a rischio comparabile). Inoltre alla fine della durata del PPP ci dovrà essere stata generazione di valore finanziario.

Resta inteso che un PPP, per le sue caratteristiche di stabilità dei flussi di cassa nel tempo, offre rendimenti più bassi, ma meno rischiosi di altri investimenti; non a caso gli investitori privilegiati dei PPP sono i grandi fondi pensione, che privilegiano impieghi di lunga durata e flussi costanti nel tempo.

La **sostenibilità finanziaria** è basata sulla verifica della capacità del progetto di generare un sufficiente cash-flow negli anni atto a ripagare il mutuo bancario iniziale. Per le banche non è tanto importante se un progetto guadagna, quanto se il progetto sarà in grado di far fronte al debito contratto; le due cose sono naturalmente correlate, ma hanno profili di valutazione diversi.

Vi è infine l'aspetto dell'intervento pubblico attraverso la eventuale corresponsione di **un contributo**, generalmente a fondo perduto.

Il contributo si rende necessario qualora i flussi di cassa, per motivi di regolazione delle tariffe, siano oggettivamente inferiori a quelli necessari per far fronte al debito ed a remunerare equamente gli investitori. Ne consegue che il contributo pubblico, se dovuto, dovrà essere tarato per garantire il raggiungimento di questi due obiettivi, né più né meno.

serious risk factor for the private investors.

The private investors can ask to renegotiate their contracts with the public sector, though fully aware that borrowing risks are part of the wide economic and financial risks undertaken by the concessionaire when the contract is signed with the authority concerned and with the financial sponsors.

Furthermore, debt renegotiation may not necessarily result in higher costs for the private investor, and interest rates do not necessarily rise. In this case the public partner will request a percentage of the advantages accruing from an improvement of the financial cost of borrowing.

Guarantees granted to creditors

In theory, in project financing operations, there should not be any recourse on the terms offered by the banks. Actually, current practice often involves limited recourse with regard to the special purpose company. Since the company's borrowing (and guarantee) capacity does not depend solely on the capacity of the company shareholders, the banks seek to include forms collateral based on the project in the agreements.

One of the most widespread solutions is when the local authority grants land use rights on the works to be constructed, and these rights can be assigned to the banks as sureties.

Though legitimate, this solution could be ineffective in some cases.

Many public works with project financing are, in fact, considered to be inalienable government property, and therefore the recording of mortgages on these assets may not be feasible.

When such mortgaging is possible, it could nevertheless prove to be ineffective due to the constraints imposed by the local authorities on the change in the allowed use of the facilities.

If, for example, the PPP regards a public hospital, school building or prison, the confiscation and subsequent sale of the building by the creditor banks would be highly unlikely, since that building has a value only if the type of use were changed, for example, to residential use. Since this is not the case, this mortgaging of the asset does not seem to have much practical use.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

The sureties offered to the creditors must therefore be sought in the quality of the project, its capacity to attract users and generate cash flows, to create value for the investors and to respond to the public interest.

Conclusioni

Il partenariato è una grande risorsa per i progetti pubblici, soprattutto perché, se bene applicato, porta negli investimenti logiche di efficienza della spesa e di economicità di gestione.

Non tutte le opere pubbliche sono realizzabili attraverso strumenti di partenariato, ma solo quelle che soddisfano determinate condizioni, fra le quali quelle che abbiamo qui descritto.

Gli impianti sportivi, potendo combinare elementi di pubblica utilità con altri più marcatamente commerciali, a differenza di altri settori si prestano assai bene all'utilizzo di tecniche di *project finance*.

Emirates Stadium di Londra – PPP di 400 milioni di sterline inaugurato nel 2006
Emirates Stadium in London - PPP of 400 million pounds in 2006 inaugurated



equity providers, and the lenders, i.e. the financial market, which provides borrowing capital. In the cases where a public capital investment is provided in the form of a grant, there is a third "sponsor" which is the government.

The first two categories are based on the same principle, i.e. the economic return from the investment, but with different rules.

The shareholder aims to achieve maximum profit, and the bank's policy is to ensure financial sustainability. The State sector follows the principle of the efficiency and effectiveness of public expenditure, which means obtaining maximum social benefits with the minimum compatible investment.

For the operation to be successful, the three conditions stated above (performance, financial sustainability and the need for a public grant) must be satisfied and be included together in the economic and financial plan.

The **performance** aspect regards the guaranteed shareholder yield of the project throughout the project lifetime.

For the project to be economically feasible, the yield must be higher with respect to other investments in the same sector or for "alternative" investments (e.g. the purchase of securities with a comparable risk). Furthermore, by the end of the PPP period, financial value must be produced.

Given its characteristics of cash flow stability over time, a PPP project offers lower yields, but less risky than other investments; not surprisingly, the best investors in PPPs are the major pension funds, which prefer long term investments with constant flows over time.

Financial sustainability is based on the verification of the project's capacity to generate a sufficient cash-flow over the years to repay the initial bank loan. For the banks, it is not so

il mercato del PPP per gli impianti sportivi è in forte crescita, soprattutto per importi contenuti.

L'auspicio è che continui, e che questo numero della rivista Spaziosport di Coni Servizi possa contribuire in questa direzione.

Alberto Germani, già membro dell'Unità Tecnica Finanza di Progetto presso il CIPE, vive e lavora negli Emirati Arabi Uniti come PPP Project Advisor. È inoltre membro del Team degli specialisti in Partenariato Pubblico-Privato (PPP) della Commissione Economica dell'Europa delle Nazioni Unite (UNECE).

important whether a project is profitable, but whether it can ensure the repayment of the loan. The two aspects are naturally related, but have different evaluation profiles.

Finally, we can cite the aspect of public measure through the issue of a **grant**, generally not requiring repayment.

A grant is necessary when cash flows, for reasons connected with tariff regulations, are objectively lower than the amounts necessary for covering the debt, and to ensure fair remuneration to investors.

Consequently, the public grant, when available, must be designed solely to guarantee that these two objectives are ensured.

Conclusions

Partnerships are a great resource for public projects, above all because if they are properly implemented, they lead to investments characterised by efficiency in expenditure and operational viability from the economic point of view.

Not all public works can be implemented on a partnership basis, but only those which meet certain conditions, such as those we have described.

Since sports facilities combine features of public interest with other more specifically commercial aspects, unlike other sectors, they are well suited to project finance techniques.

The PPP market for sports facilities is in growing significantly, above all for smaller amounts. We hope that this trend will continue, and that this issue of the CONI Services magazine "Spaziosport" will help contribute to this.

Alberto Germani former member of the Project Financing Unit at the CIPE, PPP Project Advisor in the United Arab Emirates, member of the team of PPP specialists of the United Nations Economic Commission for Europe (UNECE).