

**Finanza Pubblica e *Project Finance*:  
uno studio su modalità aggiuntive di impiego  
Il caso del settore idrico  
Sintesi**

Dottorato in  
Economia e Tecnica della Finanza di Progetto

Tutor  
Prof. Franco Fontana

Dottoranda  
Dott.ssa Viviana Melis

# **Finanza Pubblica e *Project Finance*: uno studio su modalità aggiuntive di impiego. Il caso del settore idrico**

## ***Sintesi***

Il presente studio si basa sul progetto di ricerca "*Public Finance and Project Finance: a study of additional areas of employment. The case of water sector*", sviluppato dalla scrivente durante il percorso dottorale e approfondito anche durante la permanenza in qualità di *Visiting Scholar PhD* presso il Centro di ricerca "*Public Services International Research Unit*" dell'Università di Greenwich (Londra – Regno Unito).

La finalità perseguita è stata l'analisi di alcune modalità di impiego della finanza pubblica nel finanziamento delle infrastrutture, con un focus specifico sullo sviluppo di Partenariati Pubblico-Privato e di operazioni di *Project Financing* nell'ambito del settore idrico.

Infatti la maggior parte dei PPP è motivata dalla presupposta maggiore efficienza del settore privato, ma la teoria e l'evidenza empirica non portano ad affermare univocamente tale principio. In aggiunta, si osserva che il *Project Financing* non è sempre la scelta opportuna nel finanziamento degli investimenti pubblici.

Si è voluto, pertanto, indagare quale possa essere l'effettivo potenziale di strumenti finanziari di derivazione pubblica, finanziati da risorse pubbliche o/e gestiti dalle autorità pubbliche, nel supporto a specifiche iniziative, anche in considerazione dei vincoli di bilancio e delle restrizioni alla spesa pubblica che i governi locali devono fronteggiare.

La scelta di analizzare il problema nell'ambito del settore idrico nasce dalla constatazione che le peculiari caratteristiche dell'industria idrica, sia dal lato dell'offerta che della domanda, giustificano ampiamente l'intervento governativo, o direttamente o attraverso la regolamentazione economica e ambientale o da entrambi gli aspetti, sebbene, a livello internazionale e locale, siano stati avviati processi di privatizzazione o di incentivo al ricorso a finanziamenti privati per l'erogazione del servizio.

Il primo capitolo si apre con una rappresentazione delle principali teorie organizzative ed economiche, che hanno condotto allo sviluppo di Partenariati Pubblico-Privato, quali strumenti chiave di politica pubblica in tutto il mondo.

C'è una ricca letteratura teorica ed empirica alla base della realizzazione dei PPP, rappresentata, tra le altre, dalle problematiche strutturali delle collaborazioni, dalla teoria della dipendenza dalle risorse nelle collaborazioni e dal paradigma istituzionalista. Inoltre, si propongono alcuni elementi della letteratura sul management pubblico, che è stata sviluppata dalle esperienze Anglo-Americane. Si è fatto riferimento, in particolare, alle problematiche

inerenti alle relazioni contrattuali, quali la gestione, i costi di transazione e la rilevanza della fiducia sulla loro riuscita.

C'è, inoltre, la prospettiva governativa sui PPP, che enfatizza il ruolo delle relazioni governative all'interno dei network e l'importanza dello sviluppo di interrelazioni tra il contesto politico e sociale.

Dato tale quadro teorico introduttivo, sono descritte le principali caratteristiche dei PPP, le diverse tipologie disponibili, i soggetti coinvolti, sia di natura pubblica che privata, le variabili chiave su cui le iniziative si basano (finalità, tempo, durata, estensione geografica...).

Si perviene, quindi, al principale aspetto ai fini del prosieguo della ricerca, ovvero alla definizione del *Project Financing*, che sarà considerata la tecnica di finanziamento rispetto alla quale verrà analizzata la leva della finanza pubblica o che rappresenterà il termine di paragone per modalità alternative di finanziamento degli investimenti infrastrutturali.

A questo scopo, è svolta una puntuale trattazione degli elementi fondamentali nella valutazione economica e finanziaria delle iniziative, sia dal punto di vista del settore pubblico che privato: la determinazione del Valore Attuale Netto, l'analisi e l'allocatione dei rischi, la stima del *Public Sector Comparator* e del *Value for money*.

Infine, si introduce l'aspetto del ricorso al *Project Financing* per il finanziamento degli investimenti in opere funzionali all'erogazione di servizi pubblici e, più in particolare, del servizio idrico.

Il secondo capitolo è avviato con una generale rappresentazione dell'industria idrica, allo scopo di introdurre alcune problematiche a supporto dell'analisi successiva.

Le principali caratteristiche evidenziate riguardano:

- 1) Il ruolo ancora svolto dal settore pubblico nell'ambito dei servizi idrici, sia a livello internazionale che comunitario che nazionale;
- 2) La dimensione delle *utilities* del settore idrico e i differenti assetti proprietari dei gestori;
- 3) La diversa struttura dell'industria, in relazione all'integrazione verticale e orizzontale;
- 4) Il quadro normativo, con particolare riferimento alle disposizioni europee e nazionali.

Successivamente, l'analisi si sofferma sul fenomeno che, soprattutto negli ultimi quindici anni, ha determinato che forze concorrenziali fossero introdotte nei settori un tempo considerati monopoli naturali e che erano soggetti a una regolamentazione economica, basata sull'assetto proprietario pubblico e sull'assenza di concorrenza sul mercato del prodotto.

L'industria idrica si distingue, comunque, dalle altre "industrie di rete", essendo stata per lo più immune dai processi di liberalizzazione e privatizzazione ed essendo ancora in buona parte caratterizzata dalla proprietà pubblica dei gestori. Risulta, inoltre, molto frammentata, con diversi livelli di integrazione orizzontale e verticale e con la persistenza, nelle città e nei

Comuni di gestioni dirette (in economia) del servizio o di imprese pubbliche, isolate da qualsiasi forma di concorrenza.

Viene svolta, in aggiunta, una digressione sul problema dei limiti di bilancio e dei vincoli fiscali, a causa dei quali si giustifica frequentemente la preferenza accordata all'impiego della finanza privata in luogo della finanza pubblica per gli investimenti infrastrutturali. Si è ritenuto, pertanto, di acclarare tale assunto abituale, sulla base di un punto di vista critico, ma costruttivo, riguardante, in particolare, le prescrizioni del Patto di stabilità europeo e del Patto di Stabilità Interno.

A partire da queste considerazioni propedeutiche, viene affrontato il problema dello sviluppo delle infrastrutture nel settore idrico, con principale riferimento al finanziamento delle opere e alla connessa gestione del servizio.

Allo scopo di indagare quali possano essere i più adeguati meccanismi finanziari volti al soddisfacimento di tale fabbisogno, si propone una *review* di alcuni tra i più significativi strumenti finanziari a cui si ricorre nel contesto dei Paesi industrializzati, con specifico riferimento ad esperienze americane ed europee.

La disamina che si propone non intende condurre alla predilezione di uno specifico strumento finanziario, ma evidenzia alcuni elementi rilevanti che, dal lato della domanda (comunità/utenti, enti locali, amministrazioni pubbliche nazionali) e dell'offerta (banche e altre istituzioni finanziarie) rilevano nelle scelte di finanziamento di programmi infrastrutturali idrici. Al contempo, l'analisi rappresenta la base di riferimento a cui la specifica trattazione del *project financing* nel settore idrico guarda, per rilevare affinità, alternative e integrazioni a questa tipologia di finanziamento, ultimamente promossa, più o meno consapevolmente.

Alcuni parametri di valutazione sono enfatizzati nella descrizione delle diverse opzioni di finanziamento di derivazione pubblica:

- costo del finanziamento;
- disponibilità della risorsa finanziaria;
- vincoli di bilancio condizionanti nella scelta;
- coinvolgimento e partecipazione degli utenti nell'impostazione dell'iniziativa.

I casi prescelti sono stati, in particolare:

- Il modello degli *State Revolving Funds* statunitensi;
- Il modello dei *Municipal/water Bonds*, nella particolare forma diffusa negli USA;
- L'offerta finanziaria proveniente da emblematiche "Banche pubbliche" (*Water Board Bank* olandese, Banca Europea degli Investimenti, Cassa Depositi e Prestiti);
- Lo strumento dei PPP Funds/Equity Funds.

Le conclusioni proposte, a cui si rimanda nel dettaglio, inducono a una riflessione sulle possibili differenti modalità di impiego della finanza pubblica e sul ruolo innovativo che gli

stessi soggetti pubblici potrebbero rivestire, anche per una maggiore efficacia dello stesso *Project Financing*.

Si perviene al terzo capitolo, la cui finalità è quella di evidenziare le specificità del *project finance* per l'infrastrutturazione nel settore idrico e le correlazioni eventualmente rilevabili con strumenti finanziari che, a motivo delle peculiarità rapportate al servizio pubblico di nostro interesse, potrebbero supportarne e migliorarne l'impiego.

L'osservazione viene riferita, in particolare, al contesto italiano - sebbene si introducano anche richiami ad esperienze realizzate in Paesi esteri - alla luce della scarsa diffusione di questo strumento finanziario nel settore idrico, acuita da alcune problematiche di contesto di cui si cerca di dare contezza.

Il *Project finance* viene, quindi, collocato nel più ampio ambito della "finanza da tariffa", e si rilevano i principali aspetti che caratterizzano tale modello finanziario applicato al settore:

- La regolazione e i suoi attori a livello nazionale e locale;
- Il sistema tariffario del servizio idrico;
- Le specifiche tipologie e l'allocazione del rischio.

Coerentemente con l'approccio adottato nella ricerca si svolgono, successivamente, delle considerazioni empiriche sul ricorso al PF nel Servizio Idrico Integrato in Italia, con riferimento ai pochi casi che hanno ad oggi raggiunto il *financial close*.

Ci si sofferma, quindi, sulla natura dei promotori, sulla durata delle operazioni avviate, sui parametri finanziari adottati, sulla definizione del *Security Package*.

Si propone, infine, un breve *case study* incentrato sull'esperienza del Project Financing attivato dalla SPV "Nuove Acque", che gestisce il servizio idrico aretino.

Tale focus offre un riscontro concreto di alcune delle criticità connesse alla realizzazione di *Project/Concession Finance* precedentemente enunciate a livello teorico.

Per molti commentatori la soluzione della discrepanza tra l'attuale livello degli investimenti nel settore e il reale fabbisogno sarebbe nella trasformazione del sistema idrico italiano in un sistema a carattere industriale, sul modello anglosassone, abbandonando le tradizionali gestioni in economia del servizio.

Le osservazioni proposte assumono un approccio cauto rispetto a questa posizione, ritenendosi che il problema vada incentrato solo in parte sull'incentivo all'utilizzo della finanza privata, seppur rilevante, e che si debbano esigere valutazioni più attente e responsabilizzanti nei decisori pubblici, sia sullo specifico territorio di riferimento e sulle esigenze del bacino di utenza, sia sull'armonizzazione dell'intervento pubblico e privato.