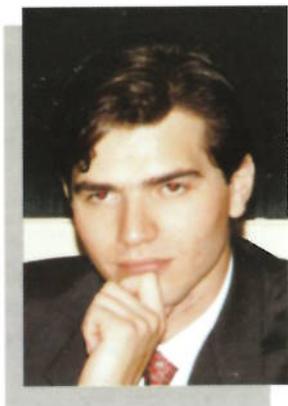


Sig. Paolo Calderone  
R.I.B. Reinsurance  
International Brokers S.p.A.



## Le diverse tipologie di rischio nel Project Financing

**I**l Project Financing è uno strumento moderno e indispensabile per garantire l'efficacia e l'efficienza delle iniziative imprenditoriali pubbliche e private e per assicurare la più razionale ed economica disponibilità di mezzi finanziari. In molti paesi industrializzati, così come si verifica in quelli in via di sviluppo, la formula del Project Financing, con l'utile collaborazione tra il settore pubblico e privato, permette la realizzazione di infrastrutture pubbliche.

Molto spesso le più importanti imprese italiane di engineering, impegnate nella realizzazione di grandi opere, anche per la presenza e l'intervento diretto di grandi banche internazionali, vengono a contatto con la logica del Project Financing.

Logica che nel nostro paese viene perseguita con minore coinvolgimento nonostante si avverta la necessità di porre rimedio alla inadeguata dotazione di infrastrutture accompagnata dal momento congiunturale negativo attraversato dalla finanza pubblica con conseguente riduzione della spesa destinata alla realizzazione di opere pubbliche.

Si potrebbe quindi proporre il Project Financing come formula opportuna per la realizzazione, ad opera di soggetti privati, di impianti capaci di generare "flussi di cassa" in grado di poter remunerare in modo adeguato i capitali impiegati.

Le operazioni di Project Financing si possono dividere in due direttrici principali:

- B.O.T. (Build, Operate, Transfer) nel quale il concessionario contribuisce, gestisce ed infine trasferisce l'opera realizzata al termine di un periodo di tempo prefissato.
- B.O.O. (Build, Operate, Own) nel quale non viene previsto il trasferimento finale dell'opera.

Sottostanti ad ogni specifico intervento realizzato con la formula del Project Financing vi sono tutta una serie di motivazioni, di calcoli di opportunità economica e finanziaria, di progetti, di controlli, di norme legislative alle quali attenersi.

Concetti che in parte sono già stati toccati e approfonditi dai relatori che mi hanno preceduto e che in parte lo saranno da coloro che mi seguiranno.

Quello che mi preme sottolineare, considerando anche il ruolo svolto sul mercato dalla R.I.B. e anche la mia formazione professionale, sono le varie tipologie di rischi che possono essere prese

in esame al momento della progettazione di un intervento secondo la formula del Project Financing per capire come vengono coperte attualmente e come potrebbero essere garantite sotto il profilo assicurativo e riassicurativo.

Da un punto di vista economico il Project Financing rappresenta una modalità piuttosto complessa di allocazione dei rischi derivanti da un determinato progetto di investimento. Se li prendiamo in esame classificandoli sotto il profilo temporale seguendo lo sviluppo del progetto avremo inizialmente :

- Rischi di ritardi nella pianificazione dei progetti, nelle eventuali procedure di espropriazione, nelle valutazioni di impatti ambientali, nei progetti legislativi, nei procedimenti autorizzativi o di concessione che costituiscono le necessarie condizioni alla realizzazione di un progetto di Project Financing. Il rapporto con la Pubblica Amministrazione diventa sempre meno valutabile con certezza nel caso di Project Financing internazionale: il rischio paese assume quindi una valenza importante.

- I rischi di costruzione derivanti dalla sottostima dei costi o dei tempi di realizzazione del progetto inerenti a difficoltà incontrate nella gestione della attività di costruzione che possono causare costi maggiori, ritardi nel completamento dei lavori e nell'inizio dell'attività. Situazioni che contemplano inevitabilmente ricavi minori e un innalzamento del fabbisogno finanziario esterno.

- Rischi di costruzione dovuti a mancata, incompleta o ritardata costruzione delle infrastrutture associate al progetto. Problema che si fa più acuto nel caso di singolo progetto inserito in un'ampia infrastruttura. Il ritardo registrato da una singola parte del progetto può portare all'impossibilità di completamento della intera opera, oppure all'impossibilità di erogare per tempo e con i costi previsti il servizio preventivato.

- **Rischio di mercato.**

Il rischio che la domanda e di conseguenze le entrate previste, si riveli inferiore alle previsioni. Questo rischio colpisce maggiormente i progetti industriali soggetti ad una fluttuazione del ciclo della domanda e dipende dalla struttura del mercato in funzione della eventuale presenza di concorrenti oltre che della esistenza di servizi alternativi.

- Il rischio di cambio, presente in misura maggiore, nel caso di operazioni di Project Financing internazionali che può influenzare le previsioni delle future entrate e uscite di cassa.

- Il rischio di interesse che può modificare le valutazioni relative a eventuali attività e passività. Dato che normalmente le uniche poste di bilancio sensibili alla fluttuazione dei tassi di interesse, in un progetto di Project Financing, sono le passività finanziarie si può ben comprendere come un rialzo dei tassi possa creare difficoltà imprevedute.

- Il rischio di inflazione che si manifesta quando il tasso di inflazione si discosta in modo significativo dai valori previsti e le uscite ed entrate di cassa rivelano grossa sensibilità a simili scostamenti. Questo rischio si manifesta soprattutto durante la fase di costruzione nel momento in cui un tasso di inflazione maggiore di quello atteso, in assenza di entrate, fa crescere le uscite a prezzi correnti.
- Rischi fisici, rischi di distruzione fisica o danneggiamento di macchinari o di utensili che possono portare ad un ritardo, o addirittura al mancato completamento della infrastruttura.
- Rischio politico nel caso in cui la Pubblica Amministrazione adotti misure legislative o amministrative sfavorevoli al progetto in via di realizzazione. Come ad esempio: modifiche degli orientamenti di politica industriale, ritardi nella approvazione dei contratti, misure protezionistiche.
- Rischio di inadempienza delle parti coinvolte nella realizzazione del progetto. Nella fase di costruzione il rischio di insolvenza delle aziende interessate alla costruzione della infrastruttura può portare a maggiori costi, e ritardi dell'espletamento del progetto. Nella fase operativa l'insolvenza porta a maggiori uscite.
- Responsabilità civile. Danni a terzi o alla proprietà di terzi; danni al personale impiegato nel progetto; danni da inquinamento o contaminazione.

Da quanto esposto finora appare chiaro come le tipologie di rischio da considerare nel caso di operazioni effettuate secondo lo schema del Project Financing siano varie e molteplici, tali da rendere pressoché impossibile a qualunque compagnia assicurativa la possibilità di assumere in proprio l'intera copertura di un progetto simile.

È quindi necessaria una ripartizione del rischio sui mercati internazionali che può essere coordinata con l'intervento di un broker di Riassicurazione specializzato e con un'ottica inevitabilmente più ampia delle compagnie di Assicurazione e Riassicurazione.

Rispetto alle tipologie di rischio tradizionali non esiste, almeno per il momento, un mercato assicurativo del Project Financing; non ci sono strumenti utilizzabili ed un preciso know-how.

L'intervento di un Broker di Riassicurazione è quindi decisivo per poter avere una visione diretta e globale del mercato internazionale con tutte le sue implicazioni ed esperienze differenti che riesca a fornire il supporto necessario, ad assicuratori e Riassicuratori, per affrontare la nuova tendenza del mercato.

Ci sono ottiche e mercati che si stanno evolvendo rapidamente e che per questo pongono una continua e pressante esigenza di aggiornamento.

Questo meeting è stato organizzato proprio perché in qualità di Broker di Riassicurazione la nostra intenzione è di stimolare l'at-

tenzione dei presenti. Il mercato sta andando in questa direzione ed è necessario non farsi trovare impreparati.

La fase più delicata dell'assemblaggio o di una operazione di Project Financing riguarda proprio l'allocazione di parte dei rischi tra i diversi soggetti che, direttamente o indirettamente partecipano all'operazione o la loro copertura totale o parziale, sul mercato assicurativo.

In uno schema tradizionale di finanziamento la totalità dei rischi elencati viene sopportata dal prestatore di fondi, mentre il finanziatore viene coinvolto solo nel caso in cui la controparte non riesce a neutralizzare l'impatto di questi rischi sulla propria posizione finanziaria complessiva.

In uno schema di Project Financing invece l'allocazione del rischio avviene tra più agenti economici ed è piuttosto varia e complessa a seconda dello schema che viene seguito per progettare l'operazione di Project Financing, e quindi delle garanzie fornite. Alcuni dei rischi elencati in precedenza possono essere assunti dal settore pubblico secondo differenti tipologie di soluzioni.

Questo per quanto riguarda i ritardi di pianificazione del progetto, di procedimenti autorizzativi o di concessione; le misure di politica industriale, fiscale che possono influenzare i flussi di cassa generati dal progetto. Il settore pubblico potrebbe anche accollarsi sotto certi aspetti il rischio di mercato garantendo un livello minimo di domanda o contribuzioni a supporto del piano finanziario in caso di disattendimento delle entrate attese favorendo accordi con l'utenza.

Il ruolo del settore pubblico dovrebbe essere quello di creare e agevolare le condizioni di finanziamento del settore privato dei progetti infrastrutturali attraverso un rapporto di cooperazione e l'assunzione di determinati rischi.

Un altro soggetto destinato a partecipare all'allocazione dei rischi è il "contractor" assegnatario del mandato di costruzione delle infrastrutture.

Normalmente l'allocazione dei rischi viene infatti negoziata, seguendo schemi di ripartizione differenti, tra il "contractor" e la società creata appositamente per la realizzazione del progetto secondo lo schema Project Financing.

Anche gli utenti del servizio erogato possono partecipare all'allocazione dei rischi nel caso in cui siano società che distribuiscono al dettaglio i servizi acquistati all'ingrosso.

Il rischio più tipicamente allocato è quello di mercato nelle sue componenti di prezzo e quantità secondo differenti tipologie di contratto.

Non è invece possibile nel caso si tratti degli utenti finali del servizio.

Anche i fornitori di materie prime, di componenti, di macchinari ed utensili, di energia possono partecipare all'allocazione dei rischi con possibilità di incremento dei costi nella fase di costruzione.

Nella definizione dello schema di allocazione dei rischi possono

trovare copertura, almeno parziale, sul mercato riassicurativo alcuni rischi “fisici”, di responsabilità civile, di inadempienza delle parti oltre che alcune dimensioni del rischio politico.

I rischi fisici sono assicurabili con polizze del tipo “all risks” di distruzione o danneggiamento dei macchinari e degli utensili, situati dentro o fuori da magazzini, sia in viaggio verso il luogo di utilizzo per la costruzione, sia durante gli effettivi lavori di costruzione e collaudo.

Queste sono polizze che escludono esplicitamente alcuni rischi, come i difetti di progettazione, di realizzazione o dei materiali; rischi che per altro sono assicurabili con pattuizione specifica. Altri rischi non sono comunque assicurabili come l’usura dovuta alle condizioni atmosferiche.

Sempre a copertura di rischi fisici vanno senz’altro stipulate polizze a copertura dell’incendio nella forma più tradizionale “named perils” oppure nella formula “all risks”, nonché per tipologie di lavori elettromeccanici coperture “guasti alle macchine”.

Entrambi i relativi mercati riassicurativi, quello che copre i rischi tecnologici e quello che copre i rischi statici, sono estremamente vasti e non presentano normalmente problemi di capacità finanziaria per qualunque tipo di rischio.

Rispetto ai rischi assicurabili sono disponibili polizze che risarciscono non solo il costo di rimpiazzo o ricostruzione dei beni distrutti o danneggiati, ma che coprono anche il rischio di minori entrate dovuto a ritardi e dei conseguenti maggiori oneri finanziari: coperture “delay in start-up”.

Per queste particolari coperture la capacità è invece maggiormente ridotta, per quanto comunque in continua evoluzione e in aumento.

La copertura sul mercato assicurativo dei rischi fisici (assicurabili) incontra due limiti:

- *la scadenza delle polizze disponibili, spesso inferiore alla lunghezza di vita del progetto*
- *la volatilità in caso di sinistrosità che rappresenta una variabile di costo*

Entrambi i limiti potrebbero disturbare la totale copertura dei rischi fisici in un progetto infrastrutturale.

Sono assicurabili i rischi di responsabilità civile derivante da danni a terzi, alla proprietà di terzi o ai dipendenti. Risulta più difficoltosa la copertura assicurativa dei rischi da inquinamento e contaminazione che si limita ad alcune fattispecie specifiche e a massimali di copertura relativamente contenuti rispetto all’entità del rischio.

Riguardo ai rischi di Responsabilità Civile generale e dipendenti non esistono particolari problemi di capacità sui mercati internazionali.

Per quanto riguarda inquinamento e contaminazione la cerchia degli operatori qualificati diventa più ristretta e di conseguenza è maggiormente ardua la negoziazione dei termini e il reperimen-

to di capacità sostanziale. In caso di difetti di progettazione dell'infrastruttura può insorgere responsabilità civile dei progettisti, di solito una società di engineering indipendente, nei confronti del committente.

Poiché le coperture assicurative di cui godono queste società sono di solito insufficienti, può risultare opportuno un'ulteriore copertura assicurativa di tale rischio che aumenti le capacità di risarcimento dei progettisti. Per questo tipo di polizze esistono tuttavia limitazioni notevoli sotto il profilo dei massimali assicurabili (come già trattato in precedenza parlando dei rischi costruzione).

Inoltre i rischi di ritardato completamento ed i rischi di errori di realizzazione che gravano sul "contractor" e che lo obblighino a pagare delle penalità alla società di Project Financing sono assicurabili. Anche in questo caso le polizze assicurative garantiscono una maggiore capacità di risarcimento del primo a favore della seconda. I limiti della capacità del mercato assicurativo e riassicurativo sotto il profilo dei massimali assicurabili sono in questo caso, ancor più stringenti.

Riguardo ai rischi di inadempienza delle parti, la possibilità di copertura assicurativa risulta talvolta difficoltosa.

Nella fase di costruzione il rischio di inadempienza del "contractor" può essere coperto da bonds emessi dalle banche o con garanzie di matrice assicurativa che hanno però sul mercato creditizio ed assicurativo europeo limiti di copertura massima limitata in percentuale sulla totalità del valore del contratto (sul mercato USA la copertura arriva al limite del 100%).

Il limite posto alla copertura del valore del contratto dipende dall'affidabilità del "contractor", quindi il rischio risulta tanto più assicurabile a favore della società di Project Financing quanto maggiore è la reputazione professionale, e lo standing finanziario del "contractor".

Anche il rischio di inadempienza da parte dei fornitori ha possibilità di copertura piuttosto limitata e sostanzialmente ridotta alla possibilità di contrarre fidejussioni del tipo "supply bond".

Tra i rischi di natura politica risultano assicurabili le inadempienze di soggetti pubblici rispetto a contratti o accordi da essi stipulati anche in caso di insolvenza di enti pubblici; la mancata approvazione governativa o la mancata ratifica parlamentare di atti o trattati ai quali la realizzazione del progetto sia subordinata; i provvedimenti di embargo, confisca, esproprio, nazionalizzazione che causano alla società di Project Financing incrementi anche notevolissimi nei costi di approvvigionamento e/o fornitura.

Il mercato riassicurativo per quest'ultima tipologia di rischi è caratterizzato da una forte concentrazione di operatori sulla piazza londinese e nord-americano; l'unica possibile alternativa è al momento rappresentata dalle Compagnie di Stato per la copertura del credito all'esportazione (come Sace, Hermes..)

Come si può notare l'allocazione dei rischi inerenti un progetto di infrastruttura pubblica realizzabile con intervento privato secondo lo schema del Project Financing è piuttosto complessa e

difficilmente riconducibile ad un rigido inquadramento.

In tal senso restiamo a Vostra disposizione fin da ora per approfondire l'argomento sulla base delle Vostre specifiche esigenze anche con successivi incontri a partire dai primi mesi del prossimo anno.

Essendo convinto che esista la possibilità di creare i presupposti per una gestione imprenditoriale che, senza risorse pubbliche o con un loro intervento decrescente, programmi e realizzi gli investimenti necessari a colmare nel nostro paese il divario infrastrutturale esistente con il resto dei paesi maggiormente industrializzati, ritengo ci sia ampio spazio per lo sviluppo del Project Financing.

Generalmente infatti la domanda di finanziamento è superiore all'offerta.

Per questo auspico, sempre tenendo presente la visuale assicurativa dell'intera questione, la possibilità di uno studio, che porti ben presto all'affettiva fattibilità, di una "blanket policy" che possa raggruppare in un corpo unico tutte le possibili coperture assicurative, divise in rami, precedentemente elencate.

In questo modo verrebbero soddisfatte le esigenze delle società di Project Financing che potrebbero valutare in modo maggiormente preciso, dando quindi, tangibile consistenza agli scenari futuri, i costi da sostenere dal punto di vista della copertura dei rischi da affrontare.

Nel contempo le compagnie di assicurazione, che ora vedono protagonisti in modo separato diversi settori della propria struttura, potrebbero aprire un nuovo mercato suscettibile di rapida e remunerativa evoluzione.

#### **RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI:**

**P. de Sury - M. Miscalli,**  
*Il Project Finance. Principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche,* NewFin Milano, EGEA, 1995.

**E. Kotroniàs,**  
*Project Financing. Strumento di rilancio delle iniziative pubbliche,* Convegno Assindustria Lecce, 1995.

**L. Prosperetti,**  
*Project Financing e allocazione del rischio,* Convegno Somedia, Milano, 1995.