

Project financing

di Massimo Lo Cicero

1. *Introduzione e sommario.*

L'attenzione alla finanza di progetto, *project financing*, in Italia si è intensificata nel corso degli anni novanta. Il rispetto dei parametri di Maastricht, cioè della riduzione del deficit in percentuale del Pil e della riduzione del quoziente debito/Pil, ha comportato la riduzione generalizzata degli investimenti in infrastrutture e in beni pubblici da parte dei centri di spesa dell'amministrazione dello Stato, sia a livello locale che a livello periferico. Alle necessità contingenti di un Paese che avvertiva, e tuttora avverte, la mancanza di infrastrutture come un vincolo al proprio sviluppo economico, si sono così contrapposte le regole del necessario risanamento finanziario del settore pubblico.

La contrazione delle disponibilità finanziarie per la realizzazione di infrastrutture ha determinato un crescente interesse verso tecniche di «finanza autonoma»: architetture organizzative e contrattuali che fossero in grado di esplicitare obiettivi da raggiungere, dimensione degli strumenti necessari, correlazione tra il valore relativo dei primi e dei secondi. In altre parole, la finanza di progetto si afferma nel dibattito politico come un succedaneo della spesa pubblica in regime di deficit e coperta da debito garantito dallo Stato: una soluzione per reperire, anche da investitori privati, i fondi necessari alla realizzazione di infrastrutture, i cui servizi fossero tariffabili a prezzi di mercato e capaci di incontrare una domanda effettiva da parte degli utenti finali.

Una simile opzione, del resto, può essere combinata con l'apporto limitato di fondi pubblici in conto capitale ai progetti ed è, dunque, compatibile anche con una prospettiva di progressivo riallargamento dell'impegno delle casse statali in materia di infrastrutture.

Tuttavia, le condizioni per un'effettiva collaborazione tra amministrazioni pubbliche e privati esige l'individuazione e la valutazione dei rispettivi interessi, nella convinzione che proprio in questi elementi devono essere ricercati i microfondamenti del comportamento economico e, quindi, anche i fattori che possono promuovere la cooperazione tra entità eterogenee.

La necessità di ampliare il ruolo e la dimensione della partecipazione dei privati nella realizzazione e/o gestione degli investimenti pubblici, porta alla sostituzione, non solo lessicale, della definizione di «opere pubbliche» con quella di «progetti» capaci di catalizzare l'interesse collettivo che, nel medesimo tempo, presentino un'autonoma valenza economica. Questa sostituzione rappresenta un cambiamento di prospettiva analitica e di atteggiamento comportamentale per tutte le parti interessate.

Una seconda ragione per spiegare la crescente attenzione al tema della finanza di progetto, viene dalla larga diffusione di forme di «programmazione locale» e dalla percezione che la soluzione del problema della crescita economica sia da affidare alle capacità delle comunità locali. Nella convinzione che queste ultime siano sempre più motivate ad agire per sviluppare al proprio interno beni relazionali come la fiducia o la disponibilità alla cooperazione reciproca e a promuovere strumenti di aggregazione, capaci di favorire la confluenza degli interessi degli attori economici su obiettivi comuni.

La prospettiva del *project financing* non riguarda, quindi, solo le grandi infrastrutture di rilevanza nazionale, ma rappresenta anche uno strumento per le comunità locali che intendano sponsorizzare progetti di intervento capaci di rimuovere vincoli e strozzature infrastrutturali che si oppongono al loro sviluppo, economico e civile.

Infine, ma non è una ragione meno rilevante, le politiche regionali europee hanno imposto agli enti pubblici territoriali e alle organizzazioni centrali della politica economica nazionale un grande sforzo di progettazione e di razionalizzazione degli interventi nelle materie di relativa competenza. Si pensi al dibattito e alle azioni di sviluppo sollevate dalla predisposizione dell'ultima agenda di medio periodo per l'impiego dei fondi strutturali prima dell'allargamento delle dimensioni dell'Unione europea: la cosiddetta Agenda 2000.

L'insieme di queste ragioni ha riproposto l'esigenza diffusa di allargare e sviluppare la capacità di generare progetti che si estendano ben oltre le dimensioni del perimetro delle organizzazioni aziendali, che pure concorrono alla loro realizzazione. Progetti che dominano, in termini di complessità interna, le singole dimensioni organizzative delle imprese chiamate a realizzarli, sia per conto di organizzazioni pubbliche, centrali o locali, che in *partnership* con le medesime organizzazioni.

D'altra parte il «progetto», come strumento della politica economica, ha progressivamente eroso, anche sul terreno metodologico più generale, lo spazio occupato dal «piano», perché consente di risolvere positivamente le *empasses* che avevano paralizzato i vari tentativi di

pianificazione o di programmazione, settoriale e territoriale che dir si voglia. Il «progetto» infatti consente di individuare la dimensione puntuale dell'intervento da realizzare, di coordinare in maniera più efficiente strumenti ed obiettivi correlati a quell'intervento, nonché di individuare gli utenti e i realizzatori degli interventi e di collegarli in termini coerenti con le rispettive aspirazioni ed esigenze. Il «progetto», infine, presenta caratteri di osservabilità e di rendicontazione che aumentano il grado di controllo sulla sua realizzazione e consentono di portare un maggiore livello di efficienza nel raggiungimento dei traguardi della politica economica: in ragione della misurabilità maggiore degli effetti e della comparazione che la sua redazione induce tra obiettivi diversi, in presenza di risorse limitate.

Sono queste le circostanze che ripropongono, nell'orizzonte del dibattito politico, ma anche in quello della ricerca economica, l'attenzione verso l'analisi e lo sviluppo delle tecniche della finanza di progetto: istituti operativi ed oggetti di studio molto diffusi nei paesi di lingua inglese e di tradizione giuridica orientata dalla *common law*.

In questo articolo si parte dalla dimensione analitica, cioè dal tentativo di definire la natura e le modalità fenomeniche del progetto, e si applicano quelle categorie analitiche ai problemi tipici che si incontrano nella realizzazione di investimenti di rilevanza «pubblica», con una particolare enfasi in direzione di quelle circostanze in cui si possano manifestare «fallimenti di mercato» nel processo di allocazione delle risorse. In questa chiave la natura del progetto può essere indagata da numerose prospettive. Esso può essere considerato come una modalità strumentale della politica economica, ma anche come la soluzione per quel fallimento di mercato che si genera quando la natura dei beni, che si intende produrre, presenta forti caratteri di mancata rivalità nel consumo o di assenza di barriere alla loro fruizione. I beni ambientali, i beni culturali e le infrastrutture a rete, con varia intensità, rappresentano tipologie assimilabili a beni pubblici imperfetti che ne pregiudicano la realizzazione sulla base delle tradizionali motivazioni all'investimento che orientano il comportamento degli attori di mercato.

Il *project financing*, invece, si presenta come una forma estrema della tecnicità che lega la finanza e la crescita. Esso combina il ricorso al debito con il regime di *limited recourse*, cioè con i principi e gli istituti giuridici che limitano il diritto di rivalsa da parte dei terzi sui proponenti, gli sponsor, di imprese ed organizzazioni economiche. Essendo queste le polarità estreme della prima manifestazione della finanza, il debito, e della sua ulteriore evoluzione, il diritto limitato di rivalsa dei terzi sul patrimonio dei conferenti il capitale al progetto: la

nascita della società a responsabilità limitata, infatti, realizza una ripartizione del rischio tra le varie categorie di *stakeholders* (le parti interessate alla dinamica della ricchezza prodotta).

Il *project financing* è uno strumento potente per la realizzazione di investimenti capaci di generare flussi finanziari attivi di dimensioni significative e in tempi non lunghissimi. Ma esso non risulta coerente con progetti che debbano scontare un eccesso di incertezza nell'ambiente di riferimento o nelle tecnologie disponibili: il debito non è affidabile per fondare la crescita di organizzazioni che intendano utilizzare una tecnologia poco nota e dall'esito troppo incerto.

In casi simili il mercato finanziario presenta altri intermediari e diverse tipologie contrattuali: si pensi all'esperienza del *venture capital* e dei fondi chiusi di investimento, assai più efficaci in circostanze dove incertezza e rischio incrementano la propria dimensione. La lunga parabola storica che conduce gli uomini a capire e a dominare il rischio si legge, come un romanzo epico, in Bernstein (1996).

L'obiettivo di questo testo è fornire un quadro básico di riferimento sulla natura analitica e le applicazioni possibili del *project financing*. La metodologia utilizzata tiene conto di tre percorsi analitici:

a) un approccio da *institutional economics*, che propone la relazione tra rischio, fiducia e valore come la chiave per affrontare le decisioni di investimento in «un mondo imperfetto»;

b) una valutazione razionale delle motivazioni che generano la dimensione organizzativa e finanziaria ottimale per la realizzazione di investimenti: cioè la scelta tra finanza di impresa (*corporate finance*) e finanza di progetto (*project finance*);

c) un'analisi delle alternative possibili per la realizzazione di opere di interesse collettivo: la scelta tra il *project financing* e la realizzazione integrale dell'opera con finanza derivante esclusivamente dall'impegno del governo.

2. Corporate vs. project finance.

La contrapposizione tra *corporate* e *project oriented finance* nasce da due circostanze analitiche: la natura della moderna società per azioni, dotata di personalità giuridica e di autonomia patrimoniale rispetto ai propri finanziatori, e il regime di rivalsa cui possono accedere, o meno, i finanziatori di una società a responsabilità limitata e, in particolare, i diritti che essi vantano o possono vantare sugli *assets* di quella società.

In definitiva, si collegano, alle radici di questa differenza, le regole

di *corporate governance* e quelle di *corporate finance* che disciplinano l'ambiente in cui la società opera¹. Evidentemente parliamo di regole in senso assai estensivo: includendo al loro interno sia le leggi che le norme sociali. Altrettanto evidentemente parliamo di ambiente nel senso più ampio del termine, avendo chiare le relazioni che legano tra loro la cultura, i valori e le regole di ogni organizzazione sociale strutturata.

Per parlare di *project financing*, dunque, dobbiamo ripartire, e questo non appaia contraddittorio, dalla teoria dell'impresa come istituzione e dai conflitti di interesse, ineliminabili dalla dinamica interna quella istituzione, che la teoria economica cerca di spiegare e razionalizzare fronteggiandoli con adeguati regimi di *governance*.

Ripercorriamone sinteticamente i tratti essenziali.

Il conflitto tra azionisti e manager, un classico tema della prima letteratura manageriale sulla grande impresa, rappresenta un aspetto parziale del conflitto più generale tra *internal stakeholders* e *financial claimers*, cioè gli individui coinvolti nella organizzazione e quelli che vantano pretese finanziarie verso di essa.

In questo caso il conflitto di interessi si manifesta, potenzialmente, tra coloro che intendono recuperare i fondi anticipati, maggiorati di un adeguato premio per il rischio e di una remunerazione aggiuntiva per il tempo in cui non hanno potuto disporre dei propri fondi, e coloro che, disponendo di quei fondi, gestiscono la vita dell'organizzazione in cui sono stati impiegati i capitali dei *financial claimers*: i portatori di titoli negoziati e negoziabili sui mercati finanziari². Anche le banche creditrici sono a tutti gli effetti *financial claimers*, ma la loro funzione viene spesso utilizzata come deterrente, da parte degli azionisti verso i manager, o come supporto per condizionare la gestione manageriale, quando la moltitudine dei portatori di titoli sia troppo frantumata perché ogni individuo possa agire a tutela del proprio interesse. Nel primo caso le banche rappresentano un vincolo esterno per limitare i manager come agenti degli azionisti; nel secondo caso esse sono gli agenti dei *financial claimers*, con il mandato esplicito di tutelare gli interessi del principale. In questa seconda circostanza questo mandato potrebbe entrare in conflitto con l'interesse

¹ O. Williamson, *I meccanismi del governo. L'economia dei costi di transazione: concetti, strumenti, applicazioni*, FrancoAngeli, Milano 1998, si veda il cap. 7.

² Si vedano M.C. Jensen, *A theory of the Firm*, Harvard University Press, CB Usa and London UK 2000; A. Alchian-S. Woodward, *The Firm Is Dead; Long Live The Firm, A Review of Oliver E. Williamson's The Economic Institutions of Capitalism*, in «JEL», XXVI, 1988, pp. 65-79; R.H. Coase, *The Nature of the Firm*, in «Economica», 4, November 1937, i quali rappresentano le basi della teoria contemporanea dell'impresa.

³ Non esistono mercati senza imprese e non esistono mercati finanziari senza banche:

oggettivo della banca a garantire la solvibilità dei propri crediti, prima ed indipendentemente dalla tutela dei portatori di titoli dei quali si è resa mandataria.

È evidente come la complessità organizzativa delle moderne banche universali esponga sovente quelle organizzazioni a questo genere di conflitti interni. Le banche, infatti, sono le imprese che danno corpo e struttura ai mercati finanziari. Non esistono paesaggi finanziari di cui le banche non siano il tratto dominante così come non esistono mercati nei quali non sia determinante il ruolo delle imprese: pur avendo imprese e mercati la medesima natura ma una diversa regola di funzionamento³.

Le imprese sono costruite sul controllo della gerarchia mentre i mercati cercano la razionalità nello scambio e restituiscono, a volte, una significatività del prezzo che, grazie alla negoziazione, si genera per le merci e i titoli oggetto delle transazioni.

L'impresa presenta numerose facce:

- è un'organizzazione, disciplinata da norme sociali e da leggi e regolamenti;
- è un insieme di progetti tecnologici e, contemporaneamente, un fascio di progetti economici;
- è una gerarchia dedicata che consente all'organizzazione di conseguire i traguardi economici, nel rispetto dei vincoli oggettivi della tecnologia esistente;
- è un fascio di contratti e di accordi che consente ai mercati di funzionare, attraverso lo scambio, in uno spazio, logico ed operativo, residuale rispetto a quello coperto dalla regolamentazione interna alle imprese stesse.

Enfatizzare ognuna di queste prospettive analitiche conduce ad un diverso approccio nella definizione delle possibili formule per gestire al meglio l'impresa. Alla teoria dei costi di transazione si affiancano teorie fondate sull'asimmetria informativa, tra *internal* ed *external stakeholders*, che genera problemi di agenzia nella relazione tra le due classi di attori. A queste prospettive si affianca, inoltre, con lo sviluppo e la globalizzazione dei mercati finanziari, la prospettiva di un'impresa che si riduce a una gerarchia organizzata, un *team* dedicato, capace di dare un seguito organizzativo ai progetti ed un risultato eco-

cfr. E.G. Corrigan, *Financial Market Structure: a Longer View*, Federal Reserve Bank of New York, N.Y. 1988 e U. Pagano, *Imprese, tecnologia e diritti di proprietà*, in R. Artoni (a cura di), *Teoria economica e analisi delle istituzioni*, il Mulino, Bologna 1993.

³ Si veda L. Zingales, *In Search of New Foundations*, National Bureau of Economic Research, working paper 7706, May 2000.

nomico agli investitori, grazie alla disponibilità delle risorse, sul mercato delle merci, del lavoro e dei capitali finanziari, e all'efficace utilizzazione delle stesse.

La gerarchia aziendale, il *team*, è un investimento specifico che rappresenta il principale *asset* in cui si fissano i capitali dei *financial claimers*. Quest'ultima percezione dell'impresa si colloca alla radice della soluzione «post fordista» del *puzzle* imprenditoriale: della scelta tra *fit and fat organizations* (organizzazioni snelle piuttosto che troppo ampie). Questa scelta è dettata dalla necessità di tenere in adeguato conto il costo dei capitali finanziari e la dimensione dei costi fissi per dare luogo ad economie di scala, o di scopo, che garantiscano il successo nel regime di competizione imposto dai mercati dei prodotti.

Il valore viene generato dall'insieme di beni, tangibili e intangibili, in cui sono stati investiti i mezzi finanziari raccolti da creditori e azionisti. Ma, nel momento in cui ognuno di essi conferisce il proprio capitale, cioè «entra» nel processo di investimento, non è in grado di capire quando sarà in grado di uscirne, «ritornando» liquido, e quale sia la probabilità che questo evento diventi un fatto. La scelta degli *assets*, lo stile di direzione, la selezione e il controllo delle risorse umane, cioè l'insieme delle decisioni riconducibili al *team* aziendale, sono determinanti rispetto all'esito dell'investimento.

Il problema, dunque, è capire quali possano essere le regole, i vincoli, gli incentivi o le sanzioni che assicurano, in un mondo di razionalità limitata ed informazione asimmetrica, la migliore *performance* dell'allocazione del rischio, che si determina attraverso la struttura finanziaria dell'impresa, o del progetto, e delle scelte economiche, che rappresentano l'altra faccia, quella reale, dell'azione imprenditoriale.

Il nucleo centrale di questa prospettiva analitica è stato indicato in tre questioni: la struttura finanziaria, le regole per il funzionamento dell'impresa e il metodo per dare un valore all'impresa in un regime di mercato dominato dalla incertezza e nell'ambito del quale ricorrono condizioni di incompleta informazione per l'insieme degli agenti⁴.

Quando ricorrono le condizioni di incertezza ed incompletezza del mercato, tuttavia, si generano, in aggiunta ai rischi economici puntualmente correlati alla struttura dell'investimento in sé, ulteriori ed elevati rischi di «azzardo morale» e di «selezione avversa».

Il *project financing* rappresenta una soluzione per minimizzare entrambi questi rischi: perché esso impone la trasparenza e la rendicon-

⁵ Per una descrizione più analitica di questo aspetto sia consentito rinviare a M. Lo Cicero, *Project vs Corporate Financing*, in «Rassegna Economica», Anno LX, 4 ottobre-di-

tazione, oltre che la redazione di un dettagliato *business plan* del progetto da realizzare e perché crea un'architettura di contratti capace di ottimizzare il sistema degli incentivi e delle sanzioni che disciplina l'azione del *team* incaricato di realizzare il progetto⁵. Questa risposta espone la condizione necessaria per poter parlare di una soluzione orientata alla finanza di progetto, ma non ancora la condizione sufficiente.

Quale che sia la soluzione ricercata in termini di architettura finanziaria, infatti, l'organizzazione *corporate* che si assume, con il proprio patrimonio, la responsabilità di fronteggiare le legittime pretese dei creditori, potrebbe avere due caratteristiche, simili ma distinguibili: realizzare il proprio *cash flow* esclusivamente dalla gestione di uno dei progetti che essa sta sviluppando o intende realizzare; ed essere stata creata esclusivamente per realizzare un progetto.

Secondo Gerald Pollio, ed è affermazione convincente, solo quando ricorrono i termini della seconda caratteristica siamo in presenza di un'operazione di *project financing*. Perché prevale, nell'intenzionalità sottostante la decisione di creare la società, la determinazione di voler realizzare, attraverso la stessa, uno ed un solo progetto assolutamente individuato. Prevale l'intenzionalità di perseguire, attraverso l'architettura finanziaria, di cui la creazione della società è uno dei tasselli intenzionali, un'impresa nel senso meta economico del termine⁶.

La società cui è affidata la missione di conseguire i traguardi del progetto e di raccordare, sia sul piano organizzativo che su quello giuridico, l'azione delle parti interessate (gli *stakeholders*) si chiama, infatti, *Special purpose vehicle*: Veicolo dallo scopo speciale. Essa è il contenitore degli strumenti ritenuti idonei per dare campo alle intenzioni degli sponsor. Quando, al contrario, la decisione di creare la società sia legata all'intenzione di dare vita ad un'organizzazione che agirà in termini economici su un portafoglio di progetti, assumendo sul patrimonio dell'organizzazione il rischio di insolvenza per ciascuno di essi, allora saremo in presenza di un'opzione tipicamente *corporate finance oriented*.

Nel primo caso, la creazione della società è strumentale all'architettura finanziaria che s'intende realizzare con larga prevalenza di debito e, dunque, trasferendo in larghissima parte ai creditori il rischio implicito dell'investimento. Ma, proprio perché si realizza in questo

cembre 1996.

⁵ Si veda G. Pollio, *International Projects Analysis & Financing*, Mac Millan Business, London 1999.

⁶ Affrontano questo tema in relazione alle possibilità endogene della crescita L. Paganetto-L. Scandizzo, *Crescita endogena ed economia aperta*, il Mulino, Bologna 2001.

modo un trasferimento assoluto di rischio sui creditori, rispetto agli azionisti della società, si deve anche trasferire ai medesimi creditori il diritto di controllare ed orientare il processo gestionale che conduce, o meno, al successo del progetto. Per gli stessi motivi si deve, infine, trasferire ai creditori il diritto di rivalsa sugli *assets* della società. Sono queste le ragioni che consentono di affermare che una soluzione *project financing oriented* deve avere caratteristiche tecnologiche sperimentate e non deve impiegare soluzioni di «frontiera».

Il problema più complesso deve essere rappresentato dalla scala dell'intervento e non dagli strumenti operativi e dai processi produttivi impiegati. Inoltre, deve essere chiaramente riconducibile all'esperienza di un *team* che si assume, implicitamente, la garanzia delle *performance* direzionali. Questo *team* diventa l'agente che è responsabile dei risultati nei confronti della platea dei *financial claimers*, gli attori principali.

Ed infine, ma non è la cosa meno rilevante, la struttura finanziaria dell'operazione deve essere accompagnata da una struttura di governo, in termini di controllo, monitoraggio e supervisione dei processi organizzativi, che, unitariamente agli effetti della leva finanziaria, concorre esplicitamente nel traguardo di generare valore attraverso l'investimento. La possibilità di trasformare questo valore in mezzi liquidi, grazie all'attesa disponibilità a pagare un prezzo idoneo da parte degli utilizzatori dei risultati del progetto, infatti, rappresenta l'unica fonte di rimborso possibile per i creditori: sia per rientrare del proprio capitale che per maturare su quel capitale una remunerazione allineata a quella di impieghi alternativi comparabili sul mercato finanziario: per durata ed intensità di rischio implicito.

3. *Il triangolo della crescita.*

La finanza di progetto affonda le sue radici nell'economia dell'impresa o, meglio, in quel territorio intellettuale, in cui confinano l'economia, il diritto e la scienza dell'organizzazione, che ha dato vita alla moderna teoria dell'impresa. Tuttavia, come si è già accennato, lo strumento della finanza di progetto è stato riproposto nell'agenda della politica economica sulla base di una duplice pressione: l'esigenza di realizzare infrastrutture a supporto del processo di crescita e la necessità di realizzare quelle infrastrutture in una congiuntura storica del vecchio continente, che scontava un eccesso di indebitamento da parte degli stati nazionali. Circostanza che impediva la realizzazione di quelle infrastrutture secondo una formula, più tradizionale, di *corpo-*

rate finance: caricandone l'onere del rimborso interamente sulla solvibilità attesa della finanza pubblica. Questa relazione con la politica economica non si esaurisce esclusivamente nella selezione di una tecnologia dell'architettura finanziaria piuttosto di un'altra. Essa investe anche un'altra dimensione, di carattere reale, della politica economica: quella della difficile e non sempre efficiente produzione di beni pubblici. In particolare dei beni pubblici intangibili o relazionali: come la fiducia o la reciprocità dei comportamenti¹. Beni che possono utilemente intervenire come catalizzatore delle decisioni di investimento quando l'incompletezza dei mercati o la mancata distribuzione delle informazioni disponibili pregiudicano, parzialmente, le capacità allocative dei mercati finanziari.

I beni pubblici intangibili, infatti, come la fiducia e la conoscenza, sono beni che crescono con l'uso e deperiscono quando sono trascurati. Sono, inoltre, difficili da produrre ed il loro deperimento genera lunghe stagioni di depressione. Non possono sostituire le risorse reali ma, quando esistono queste risorse pubbliche morali, le risorse reali rendono molto di più e la crescita si manifesta più vigorosa. Un gruppo di meridionali ragionava in questi termini già nella seconda metà del Settecento. Gaetano Filangieri, uno dei padri dell'illuminismo napoletano, affermava che la fiducia fosse l'anima del commercio e che il credito, da essa generato, rappresentasse una seconda specie di moneta. La frode, il falso e la bancarotta, concludeva, sono le minacce più gravi per l'ordine sociale².

La fiducia e la reputazione delle organizzazioni rappresentano, ancora oggi, i due pilastri che reggono l'architettura dello sviluppo e della coesione sociale mentre, ad esempio, il Mezzogiorno italiano rappresenta, al contrario, il trionfo di una singolare accoppiata tra razionalità individuale esasperata e disastro collettivo: secondo una efficace definizione di Diego Gambetta che, nel corso degli anni ottanta, si è dedicato a questi temi nell'università di Cambridge³. Sta di fatto che la fi-

² È necessario ricordare che, nel linguaggio giuridico italiano, la bancarotta designa il comportamento infedele dell'imprenditore, l'impresa incorsa in un fallimento. L'affermazione di Filangieri, nel linguaggio dell'economia contemporanea, suonerebbe «Il *moral hazard* e la *hidden action* sono le minacce più gravi per l'ordine sociale». E, infatti, J.E. Stiglitz ne riprende la pericolosità in *Whither Reform? Ten Years of the Transition*, Washington D.C., Annual Bank Conference on Development Economics, promoted by World Bank, April 1999 e Id., *In un mondo imperfetto, Mercato e democrazia nell'era della globalizzazione*, Donzelli, Roma 2001.

³ Si veda il volume di D. Gambetta (a cura di), *Le strategie della fiducia, indagini sulla razionalità della cooperazione*, Einaudi, Torino 1989.

⁴ J.D. Von Pischke, *Finance at the Frontier, Debt capacity and the role of Credit in the Private Economy*, EDI, Economic Development Institute of The World Bank, Washington

ducia non nasce solo dall'interno dell'individuo ma si sviluppa a partire dalla relazione che egli intrattiene con l'ambiente. Perché la fiducia, come la fede di Pascal, è una sorta di scommessa razionale: non si deve concedere ciecamente ma deve essere il risultato di una ragionevole previsione sui comportamenti delle controparti. Vale, nella formulazione di questa previsione, la reputazione della stessa controparte. Stranamente, tuttavia, la previsione stessa rappresenta un modo di guardare indietro nel tempo, verso la storia della controparte, piuttosto che in avanti come ci aspetteremmo dal significato corrente.

La fiducia è una previsione che si fonda su aspettative adattive ed è tutelata, in genere, dall'esistenza di sanzioni e punizioni per chi la tradisce. Grazie alla fiducia, che è generata dall'esistenza dei codici deontologici, ad esempio, vengono offerte sul mercato competenze capaci di tutelare l'applicazione dei diritti, difendere la salute, amministrare razionalmente i patrimoni. Ma il mercato stenta a fornire per il valore della fiducia un prezzo monetario perché, come per tutti i beni pubblici, quel valore nasce dalla condivisione e non dalla competizione tra gli attori.

Sarà un caso ma, in inglese, quando si parla di finanza si usa il termine *confidence*, avere fede, o fiducia, insieme e reciprocamente. L'esistenza di questa confidenza reciproca è l'*alter ego* del rischio: entrambe derivano dalle decisioni individuali. Il rischio nasce dalla decisione di agire in condizioni di incertezza e di razionalità limitata. La fiducia è, insieme, una emozione e una percezione che sostengono la volontà nel confronto con il rischio: anche per questo la fiducia è una scommessa razionale sull'altro. Se, e quando, rischio e fiducia si tengono reciprocamente esse generano nuovo valore. La finanza rappresenta questo triangolo virtuoso che alimenta la coesione sociale.

Ma torniamo agli illuministi napoletani. Il crollo della società meridionale viene da essi imputato alla consapevole azione di impoverimento e divisione realizzato dalla colonizzazione spagnola. Essa ottenne l'indebolimento della coesione sociale sostituendo alla fiducia l'onore, inteso come amor proprio investito nelle persone e nelle cose che ti appartengono. In questa logica si svilisce e non si valorizza la relazione cooperativa con gli altri individui. Mutò, di conseguenza, l'organizzazione sociale segmentandosi: l'arte delle armi e dei duelli alla nobiltà, le lauree al «popolo civile» e le feste al «popolo minuto». Da questa scelta nasce un paradosso enunciato da Gambetta: la protezione che mi garantisce l'organizzazione mafiosa acquista valore perché compensa la scomparsa della fiducia mentre la massima razionalità individuale, in quel contesto incerto, si traduce, appunto, in un disastro collettivo.

Il linguaggio, lo scambio e la finanza, viceversa, che si nutrono di fiducia e la generano, consentono di ridurre la differenza, ed il sospetto, tra gruppi sociali diversi ed organizzazioni contrapposte, aprendo il terreno allo sviluppo dei mercati e del benessere. La mafia, infatti, non parla e non ne ha bisogno: esiste nella opacità.

Per riprodurre la fiducia necessaria servono poche regole, facilmente interpretabili, e sanzioni credibili per chi viola le regole stesse. Serve la contendibilità del potere politico, perché chi lo esercita male deve essere sanzionato, perdendolo. Bisogna, inoltre, ricostruire la percezione del valore e del merito: strumenti importanti sia per chi perde che per chi guadagna.

Per certi versi, e secondo modalità che cerchiamo di mostrare analiticamente, un regime di *project financing* può rendere visibile e rendicontabile il processo che conduce alla creazione di infrastrutture materiali e, dunque, può essere uno strumento per tradurre in pratica questi principi sul valore dello scambio ed il ruolo dei mercati finanziari.

Ripartiamo dalla metafore del triangolo che lega fiducia, rischio e valore. La Fig. 1 (p. 209) mostra un diagramma che permette di percepire anche in termini grafici il processo che lega queste tre variabili. La suggestione è tratta, con alcune modifiche, da un volume molto interessante edito dalla Banca Mondiale e da numerosi spunti presenti in alcuni degli ultimi *World Development Report* editi da quella istituzione⁴.

Rischio, fiducia e valore si tengono tra loro e, quando i primi due vengono meno, o uno dei due presenta un *default*, allora è come se si inclinasse la base di un triangolo: perché il terzo vertice, il valore, ne risulta mortificato e depresso. È evidente, infatti, per quello che abbiamo appena detto, come il rischio rappresenti un pericolo, una minaccia ed un costo, mentre la fiducia rappresenta un vantaggio, una risorsa e un beneficio.

La compensazione che deriva dalla compresenza dei due fenomeni produce valore, cioè la capacità di una comunità di generare benefici netti crescenti, ma se la componente negativa (il rischio) aumenta, o quella positiva (la fiducia) diminuisce, il processo che genera valori presenterà saldi progressivamente più esigui, fino a diventare negativi.

1991 introduce l'impianto analitico che lega fiducia, rischio e valore. Sull'utilità sociale del banchiere e la diffidenza che ne circonda l'azione, si vedano, inoltre A.K. Sen, *La ricchezza della ragione, Denaro, valori, identità*, il Mulino, Bologna 2000 e Lo Cicero, *Mercati finanziari, valori e identità*, in «L'Acropoli», Rubbettino Editore, Anno II, febbraio 2001.

³ Entrambi gli esempi sono tratti da Williamson, *I meccanismi del governo* cit.

⁴ Tutte considerazioni riconducibili alla *behavioral finance* e, come tali, esposte diffusa-

Si potrebbe dire anche che la fiducia ed il rischio viaggiano di conserva.

Uno studio di caso, che è un classico delle scuole di *management*, propone la situazione di una ragazza che accetta l'invito di un amico a passeggiare di notte e che, rifiutate le sue *avances*, viene aggredita. La risposta banale è che si tratti di fiducia tradita. Ad una riflessione più attenta si nota come la fiducia sia solo una misura approssimativa della probabilità che l'individuo assegna all'esito di una scelta, sulla quale non dispone di tutte le informazioni necessarie. Due circostanze hanno guidato il giudizio della ragazza: la mancata conoscenza delle condizioni future di contesto e la mancata conoscenza dei comportamenti delle controparti. La ragazza è vittima di un semplice problema cognitivo: ha sovrastimato le probabilità del comportamento leale dell'amico in base ad una reciproca precedente contiguità. Ogni individuo tende a predire esiti positivi, per circostanze ambigue ed incerte, se presume di conoscere quegli esiti sulla base di una propria esperienza passata, che giudica comparabile.

Nella comunità degli affari casi del genere si sprecano. Un cantiere navale scandinavo deve consegnare una nave ad un armatore italiano ma vuole essere pagato per cassa prima di farlo. La banca internazionale dell'armatore concorda con la banca corrispondente del cantiere la copertura delle spettanze di quest'ultimo per trenta mesi e, dietro una modesta commissione, sblocca l'affare. Non è assenza di fiducia tra Nord e Sud dell'Europa né una congiura degli gnomi del sistema finanziario internazionale. Solo che per le banche è più facile calcolare, sulla base delle proprie esperienze, i casi di insolvenza e coprire il vuoto informativo delle controparti commerciali in gioco⁵.

Ma se il matrimonio fecondo della fiducia con il rischio è solo un problema di calcolo e di informazioni, perché un grande trauma distrugge il «clima di fiducia»? Perché, dopo un evento drammatico, si offusca la capacità degli individui di processare razionalmente le informazioni disponibili?

Ci sono tre percorsi logici che danno una soluzione a queste domande. Il trauma aumenta l'incertezza ai danni del rischio. Dopo un grande trauma ci sembra di essere diventati più ignoranti: non siamo più certi di cosa dovrebbe o potrebbe succedere e la nostra consapevolezza arretra, ulteriormente, rispetto alla difficoltà di prevedere con quale probabilità l'evento si può tradurre in un fatto. Dopo un grande trauma pensiamo alle cose, di cui abbiamo avuto recente esperienza, e

mente in A. Shleifer, *Inefficient markets, an introduction to behavioral finance*, Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press, N.Y. and Oxford 2000.

le consideriamo un metro per valutare il futuro. Se, ad esempio, abbiamo perso recentemente parte dei nostri risparmi, per una caduta dei corsi di borsa, tendiamo a sovrastimare la probabilità che questo evento si ripeta. Dopo un grande trauma si alza il coro dell'allarmismo e delle previsioni catastrofiche. Perché le cattive notizie sono più accettate dal pubblico: somigliano a quello che è stato appena visto, cioè un grande trauma. Ma questo rumore di catastrofi incombenti impedisce di vedere la compostezza e la razionalità di chi si sforza di fronteggiare il fatto traumatico che ha alterato lo stato delle cose⁶. Il triangolo virtuoso della crescita, per concludere su questo punto, rimanda esattamente alla individuazione di Zingales sui caratteri basilari che dovrebbero avere le nuove fondazioni della finanza come disciplina autonoma: capacità di analisi della struttura finanziaria; capacità di individuare la disciplina, necessaria ed utile, di *corporate governance*; capacità di leggere, sulla base della struttura finanziaria e del regime delle regole il valore atteso dei progetti da finanziare⁷. Caratteri che ripropongono la medesima struttura del triangolo di Von Pischke: rischio, fiducia e valore.

4. Beni pubblici e public private partnership: dal PFI al PPP, la lezione del Regno Unito.

Il modello riconosciuto di *partnership* tra pubblico e privato nella realizzazione di opere di interesse collettivo è quello anglosassone: decollato durante il governo della signora Thatcher e consolidato, con qualche modifica anche rilevante, nel decennio successivo.

La unità per la finanza di progetto, istituita nel nostro Paese alle dipendenze del Cipe si richiama, nella formulazione originaria come nella configurazione che è venuta assumendo, a quella esperienza. Alla medesima fonte si ispirano le procedure dettate dalla «legge Merloni ter» che, tuttavia, risultano fortemente condizionate dal contesto in cui vennero dettate. Perché esse sono incluse in una normativa oggettivamente estranea alla logica della finanza di progetto in quanto la «legge Merloni ter» rappresenta il tentativo, non riuscito perfettamente, di riformare le regole per la concessione di appalti pubblici. Ne deriva un impianto logico eterogeneo a quello del *project financing*, nel

⁷ Zingales, *In Search of New Foundations* cit.

¹ Per una rassegna dei casi e delle metodologie alimentate da questi esperimenti si veda: R. Harwood, *The Essential Guide to the Private Finance Initiative*, SMI Group, London 1999; J. Fox-N. Tott, *The PFI Handbook*, Jordan Publishing, London 1999; W. Sapte, *Project Finance: The Guide to Financing Build-Operate-Transfer Projects*, Euromoney In-

suo standard internazionale, e viziato dalla convivenza forzata con gli istituti del diritto amministrativo, che accentuano la relazione gerarchica, rispetto a quella contrattuale e cooperativa, tra pubblico e privato rispetto all'impianto della cultura anglosassone.

La strategia avviata nei primi anni del governo Thatcher si chiama *Private finance initiative* (PFI). Quel tentativo non si limitava a proporre interventi in grado di favorire una ripresa degli investimenti pubblici ma si poneva il problema di definire procedure innovative che modificassero le modalità di collaborazione tra pubblico e privati nell'erogazione dei servizi pubblici. L'obiettivo di fondo era quello di catturare le capacità imprenditoriali per trovare una soluzione a problemi di investimento che l'organizzazione della pubblica amministrazione non avrebbe saputo affrontare o avrebbe impostato in termini inefficienti.

Una volta ottenuta la disponibilità delle conoscenze, delle capacità e delle competenze degli operatori privati, i progetti derivanti da questa *partnership* tra forze ed organizzazioni diverse, avrebbero rafforzato il proprio merito di credito ed avrebbero attenuato la pressione sulla finanza pubblica per recuperare i fondi generati dal fabbisogno di quegli investimenti¹.

Lo strumento iniziale per dare corso a questa scelta politica è stata una *task force*: un gruppo dedicato ad un compito specifico, nell'ambito della più complessa struttura del ministero del Tesoro, dal governo britannico. L'obiettivo fondamentale della PFI *task force* era l'elaborazione di procedure e strutture contrattuali, capaci di coinvolgere la pubblica amministrazione come cliente, acquirente e controllore di servizi pubblici e di trasformare i soggetti privati nel ruolo di progettisti, costruttori, finanziatori e gestori di servizi ed infrastrutture pubbliche.

Queste azioni sono state attuate, sia a livello centrale che locale, ed hanno interessato numerosi settori, da quello dei trasporti a quello idrico, da quello sanitario a quello della difesa nazionale, fino alla costruzione di nuove carceri, autostrade e sistemi di gestione tecnologica delle informazioni.

stitutional Investor PLC, London 1997. Un'analisi più compiuta del rapporto tra PPP e PFI si trova in M. Lo Cicero, *Dal project financing alla public private partnership*, CEIS Newsletter, dicembre 2001.

¹ Si vedano T. Beck-R. Levine-N. Loayza, *Finance and the Sources of Growth*, 1999, ma anche W. Carlin-C. Mayer, *How do Financial System Affect Economic Performance?* in *Vives* 2000.

² Williamson, *Why Law, Economics and Organization?* University of California at

I principi cardine di un'operazione di PFI sono tre. In primo luogo, i soggetti privati, coinvolti nella realizzazione dei progetti, si assumono una quota significativa dei rischi che, in una struttura di progetto tradizionale, sarebbero stati a carico dell'ente pubblico. Alla base di questo ragionamento è la convinzione che i costi complessivi di un progetto sono ridotti al minimo quando ciascuno dei *partner* si assume i propri rischi. Inoltre, questa allocazione dei costi del rischio genera una selezione efficiente delle «parti interessate» più capaci di intercettare il rendimento corrispettivo di quel rischio.

Nel caso dei progetti più «caldi» la gestione dei rischi spetta quasi esclusivamente al soggetto privato; negli altri casi i rischi legati alla progettazione, alla costruzione, al finanziamento ed alla gestione sono sostenuti dal soggetto privato mentre quello pubblico risulta responsabile per quelli amministrativi e, solo in parte, del rischio relativo alla dinamica dei ricavi attesi dalle tariffe. Un progetto «caldo» è capace di generare flussi di cassa e risultati economici in un orizzonte temporale più breve ed è, per questo motivo, più interessante per i gruppi imprenditoriali privati. Un progetto «freddo», evidentemente, genera più lentamente finanza e reddito.

Il secondo principio è quello di procedure ad evidenza pubblica fondate sulla capacità degli aspiranti *partners* privati di rappresentare ed interpretare il risultato richiesto dalle amministrazioni pubbliche. Un criterio assolutamente diverso da quello della gara di appalto, in cui non si descrive il risultato atteso, ma la procedura individuata dall'amministrazione per ottenerlo, e si realizza l'affidamento sulla base del minor prezzo offerto dal *partner* a «procedura data».

Il terzo principio definisce il campo di applicazione dell'iniziativa, che fa riferimento non solo a progetti infrastrutturali, come quelli realizzati nel settore dei trasporti alla fine degli anni ottanta, ma anche a quelli relativi all'erogazione di servizi pubblici che potrebbero essere realizzati a partire dalla dotazione di infrastrutture materiali esistenti, utilizzate poco o in termini inefficienti dalla pubblica amministrazione.

Si osservi come questa architettura minimizza razionalmente il prezzo dell'opera immobiliare, sia essa da reperire sul mercato secondario che su quello primario, perché lo condiziona alla rata di ammortamento del contratto di *leasing* che, a sua volta, risulta vincolata alla disponibilità a pagare dell'utilizzatore imprenditoriale finale del cespite. Si pensi al caso degli ospedali, ad esempio, che possono essere ceduti dal sistema pubblico a fondi chiusi immobiliari e locati ad organizzazioni che si impegnano nella erogazione dei servizi sanitari.

Quest'ultimo principio è l'elemento sostanzialmente innovativo

introdotta con la PFI, dal momento che sposta l'attenzione dalle opere in quanto tali ai servizi che esse devono soddisfare; dalla misura dei fabbisogni di investimento in termini puramente tecnico-quantitativi a quella in termini di valore economico degli *output* in termini di servizi desiderati.

Un progetto sviluppato all'interno di tale procedura, almeno dal punto di vista dell'amministrazione che lo promuove, non è equivalente ad un'operazione di *project financing* e non deve riguardare esclusivamente la realizzazione di un'opera «calda»: il flusso di cassa che garantisce il finanziamento dell'opera, infatti può provenire da diverse fonti, compreso il bilancio pubblico ma comporta, di volta in volta, una distribuzione dei rischi differente tra soggetto pubblico e soggetto privato. Ed una individuazione razionale dei beni e servizi pubblici da porre a carico dei *taxpayers* e non a carico degli utilizzatori delle infrastrutture realizzate.

In definitiva, una prima fascia dei servizi generati dall'investimento risulta pagata, ora per allora, dalla pubblica amministrazione: circostanza che riduce l'incertezza di fondo ed aumenta la computabilità del rischio da parte delle imprese private che partecipano alla *partnership*. In questo caso lo Stato potrebbe anche essere un «cliente», che si impegna, a fermo, a rilevare le prestazioni delle strutture realizzate dal progetto. Ad esempio, pagando una retta predeterminata per ogni carcerato nei prossimi dieci anni, se il progetto riguarda la costruzione e la gestione di una stazione carceraria.

Nasce infine, nel 2000, una ulteriore organizzazione: la PUK, (*Partnership United Kingdom*): una *holding* che deve essere lo *shareholder* dei progetti più rilevanti. Nel capitale della PUK sono entrati anche investitori privati ed essa è una *corporation*, una società per azioni. Qualcuno ha osservato che il metodo del PFI è stato applicato alla creazione di beni pubblici molto singolari, come il «coordinamento imprenditoriale» e la «migliore efficienza» di alcune organizzazioni pubbliche: esso, tuttavia, evoca anche *partnership* tra pubblico e privato che non sempre hanno dato risultati entusiasmanti nella storia economica europea.

5. Conclusioni.

Il *project finance* nasce, sulla scala delle grandi operazioni internazionali, come una applicazione estrema di due istituti fondamentali della moderna teoria finanziaria: il diritto limitato di rivalsa dei terzi

creditori verso il patrimonio dei soci in una società di capitali; l'effetto *leverage*, che dilata il rendimento dei soci rispetto a quello dell'impresa, in presenza di un costo del debito inferiore al rendimento degli *assets*. Combinando queste due circostanze in società di capitali che avessero l'unico scopo di realizzare progetti dalla dimensione economica largamente superiore a quella dei loro promotori: gli *special purpose vehicles*. Ogni progetto si identifica, in termini di esito e di creazione di valore, con il destino di una sola società: disciplinando i contratti di finanziamento, e gli organismi di controllo, della società in questione si realizza un quadro di consenso, tra tutte le parti interessate al progetto, intorno alle procedure per dirigere il processo di creazione del valore ed a quello per distribuire, a quelle medesime parti interessate, il valore così ottenuto.

Efficienza allocativa ed efficienza distributiva trovano un'architettura normativa capace di tutelare entrambe. Nel medesimo tempo, e dal punto di vista del regime di funzionamento del mercato – non solo da quello della solidità microeconomica del progetto – si crea un argine verso le due cause principali di «fallimento del mercato finanziario»: il rischio di *hidden action* e quello di *hidden information*, che in italiano, possiamo indicare come opportunismo individuale e reciproca asimmetria informativa tra le parti.

Una informazione parziale, infatti, genera conseguenze gravi, in termini di selezione avversa dei progetti di investimento da parte dei creditori, mentre i rischi di opportunismo post contrattuale, alimentati dal fatto che non sono disponibili informazioni sul comportamento futuro della controparte all'indomani della stipula dei contratti, vengono arginati dal regime di regole, e di monitoraggio delle stesse, che accompagna la vita del progetto. Si realizza, in altri termini, la scala del mercato finanziario internazionale, una modalità organizzativa capace di restituire coesione interna allo sforzo delle parti interessate all'esito del progetto ed un ambiente di riferimento che minimizza i rischi di *market failure*.

Esempi e modelli di riferimento sono stati assorbiti dalla grande lezione dell'espansione mercantile, che iniziò nel Mediterraneo agli inizi del secondo millennio e si sviluppò grazie all'espansione dei traffici navali, prima, e delle rivoluzioni scientifiche e tecnologiche, poi.

Questa vera e propria «tecnologia finanziaria» presenta una ulteriore, e più profonda, base analitica ed ha generato ulteriori applicazioni, anche eterogenee alle finalità ed agli scopi che ne hanno determinato l'insorgere: proprio come capita per ogni tecnologia.

Il debito e il regime di responsabilità limitata appaiono, infatti,

come gli strumenti basici di tre ulteriori circostanze: lo sviluppo successivo dei mercati finanziari, la loro potenziale e feconda interazione con l'espansione dei mercati reali, il progressivo allargamento dei processi di sviluppo economico, che deriva proprio da quella integrazione¹.

Se non si parte da questa prospettiva di analisi tecnico giuridica degli strumenti della crescita ma si parte dall'analisi economica dell'impresa, il *project finance* appare come la conseguenza delle applicazioni che derivarono dall'esigenza di dare una interpretazione economica all'impresa: di aprire la «scatola nera» che sembrava, ai primi economisti neoclassici, contenere nient'altro che una funzione di produzione, una relazione, osservabile e quantificabile, che lega i fattori della produzione alle merci ed ai servizi, che ne rappresentano il risultato.

Dalla teoria contemporanea dell'impresa, apprendiamo che la specificità degli *assets* condiziona la struttura finanziaria dell'impresa e che la struttura finanziaria genera, a sua volta, delicati problemi di monitoraggio e controllo sul *team* operativo cui viene affidata la utilizzazione di quegli *assets*, per generare un nuovo flusso di ricchezza.

Il *project finance* isola gli *assets* del progetto, ne finanzia l'installazione prevalentemente con debito, associa i promotori al capitale dello *Special purpose vehicle* e li include, per questa strada, tra coloro che designano il *team* di riferimento per la direzione del progetto medesimo.

Il *project finance*, inoltre, associa anche, attraverso un sistema coordinato di contratti, fornitori, creditori ed utenti del progetto al regime di *governance* che ne regge le sorti. In un mercato in cui la carenza di informazione è solo uno dei due motivi radicali di insuccesso, essendo l'altro motivo la incompletezza nell'ordinamento del mercato stesso, il *project finance* spinge alla creazione di uno spazio giuridico, regolamentato liberamente dalle parti, che, oggettivamente, estende il perimetro del mercato a quelle realizzazioni che, in assenza di un simile intervento intenzionale delle parti, non avrebbero potuto essere oggetto di una transazione tra compratori e venditori².

Il regime di *project finance* estende lo spazio possibile dei mercati attraverso la creazione di reti contrattuali, in cui il principio di gerar-

Berkeley School of Law, Public Law and Legal Theory, dattiloscritto, 2000 e Aa.Vv., *Il mercato delle regole, analisi economica del diritto civile*, il Mulino, Bologna 1999 mostrano come, per conseguire simili traguardi, sia necessario dominare analiticamente il diritto, l'economia e la scienza.

chia sia ampiamente mitigato da un regime di cooperazione tra le parti interessate. Discende da questa catena logica l'applicazione delle tecniche della finanza di progetto alla soluzione dei problemi di *partnership*, tra soggetti pubblici e soggetti privati. *Partnerships* l'esistenza delle quali derivi dall'intenzione di dare seguito a decisioni di interesse collettivo che abbiano indicato come necessaria ed utile la creazione di infrastrutture o di altri beni pubblici. Ancora una volta il riferimento analitico di base diventa la letteratura sui fallimenti del mercato e la produzione di beni pubblici. Anche in questo caso l'ipotesi soddisfa l'esigenza di evitare forme eccessivamente gerarchiche nell'architettura dei contratti sottostanti, per evitare che la produzione dei beni pubblici diventi una produzione in regime di controllo statale: sommando i rischi del fallimento del mercato a quelli, non meno insidiosi, del fallimento dello Stato (la distinzione fra beni pubblici e privati è esposta nella Tab. 1 p. 210).

Si può includere nella definizione di *project finance*, fatti salvi ulteriori spostamenti di questa frontiera intellettuale, ogni architettura di contratti che sia finalizzata alla ricerca di un ragionevole compromesso tra la dimensione gerarchica dell'organizzazione di impresa e la dimensione cooperativa dello scambio e della reciproca interazione tra parti liberamente interessate allo scambio medesimo. Le tecnologie contrattuali ed i processi organizzativi coerenti con questa definizione possono essere utilizzati sia per dare luogo a nuovi investimenti che per cartolarizzare il flusso atteso di incassi, derivante dall'impiego economico di *assets* già esistenti. Questa ultima circostanza spiega la contiguità operativa e la sostanziale identità analitica tra *project finance* ed operazioni di *securitisation*.

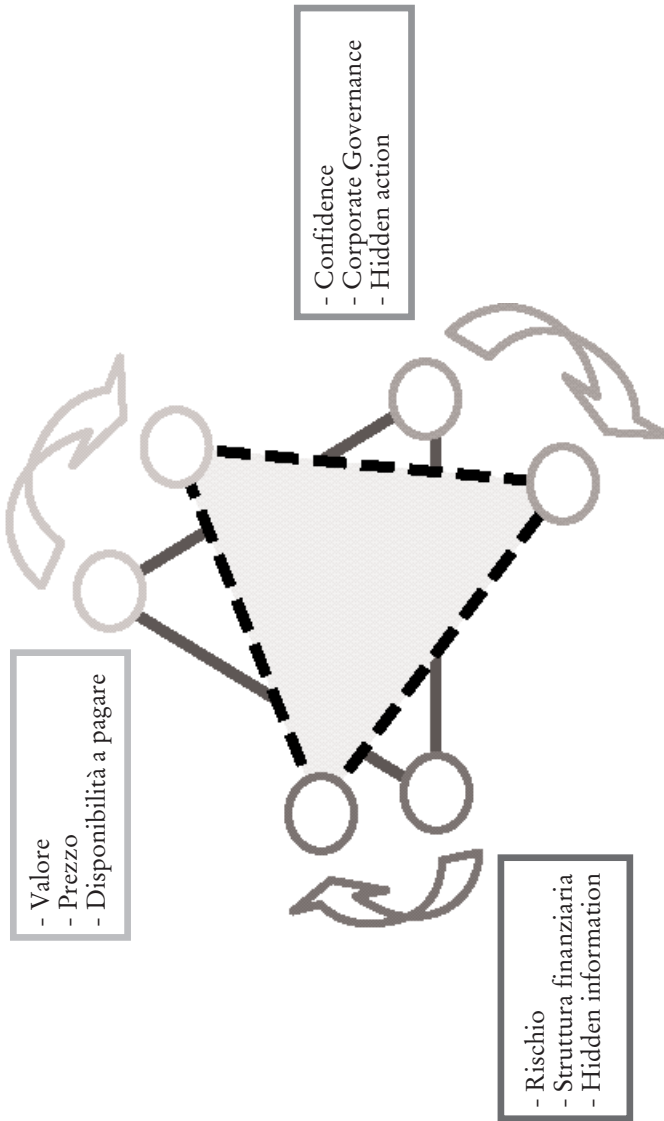
Riferimenti bibliografici

- Aa.Vv. (1999)
Il mercato delle regole, analisi economica del diritto civile, il Mulino, Bologna.
- Alchian A.-Woodward S. (1988)
The Firm Is Dead; Long Live The Firm, A Review of Oliver E. Williamson's The Economic Institutions of Capitalism, JEL, XXVI, pp. 65-79.
- Beck T.-Levine R.-Loayza N. (1999)
Finance and the Sources of Growth, Mimeo.
- Bernstein P.L. (1996)
Against the Gods: the remarkable story of risk, John Wiley & Sons inc., New York.
- Carlin W.-Mayer C. (2000)
How do Financial System Affect Economic Performance? in Vives 2000.

- Coase R.H. (1937)
The Nature of the Firm, in «Economica», 4, November.
- Corrigan E.G. (1988)
Financial Market Structure: a Longer View, N.Y., Federal Reserve Bank of New York, 1988 (tr. it. *La struttura del mercato finanziario. Un approccio di lungo periodo*, Documenti n. 1, Centro A. Beneduce, Roma).
- Fox J.-Tott N. (1999)
The PFI Handbook, Jordan Publishing, London.
- Gambetta D. (a cura di) (1989)
Le strategie della fiducia, indagini sulla razionalità della cooperazione, Einaudi, Torino.
- Harwood R. (1999)
The Essential Guide to the Private Finance Initiative, SMI Group, London.
- Jensen M.C. (2000)
A theory of the Firm, Harvard University Press, CB Usa and London UK.
- Lo Cicero M. (1996)
Project vs Corporate Financing, in «Rassegna Economica», Anno LX, 4 ottobre-dicembre.
- Lo Cicero M. (2001) a
Mercati finanziari, valori e identità, in «L'Acropoli», Rubbettino Editore, Anno II, febbraio.
- Lo Cicero M. (2001) b
Dal project financing alla public private partnership, CEIS Newsletter, dicembre.
- Mankiw G. (1998)
Principles of Economics, The Dryden Press.
- Paganetto L.-Scandizzo L. (2001)
Crescita endogena ed economia aperta, il Mulino, Bologna.
- Pagano U. (1993)
Imprese, tecnologia e diritti di proprietà, in (a cura di) R. Artoni, *Teoria economica e analisi delle istituzioni*, il Mulino, Bologna.
- Pollio G. (1999)
International Projects Analysis & Financing, Mac Millan Business, London.
- Sapte W. (1997)
Project Finance: The Guide to Financing Build-Operate-Transfer Projects, Euromoney Institutional Investor PLC, London.
- Sen A.K. (2000)
La ricchezza della ragione. Denaro, valori, identità, il Mulino, Bologna.
- Shleifer A. (2000)
Inefficient markets, an introduction to behavioral finance, Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press, NY and Oxford.
- Stiglitz J.E. (1999)
Whither Reform? Ten Years of the Transition, Washington D.C., Annual Bank Conference on Development Economics, promoted by World Bank, April.
- Stiglitz J.E. (2001)
In un mondo imperfetto, Mercato e democrazia nell'era della globalizzazione, Donzelli, Roma.
- Vives X. (edited by) (2000)
Corporate Governance, theoretical & empirical perspectives, Cambridge University Press, Cambridge UK.

- Von Pischke J.D. (1991)
Finance at the Frontier, Debt capacity and the role of Credit in the Private Economy, EDI, Economic Development Institute of The World Bank, Washington.
- Williamson. O. (1998)
I meccanismi del governo, L'economia dei costi di transazione: concetti, strumenti, applicazioni, FrancoAngeli, Milano.
- Williamson O. (2000)
Why Law, Economics and Organization? University of California at Berkeley School of Law, Public Law and Legal Theory, dattiloscritto www.ssrn.com.
- Zingales L. (2000)
In Search of New Foundations, National Bureau of Economic Research, working paper 7706, May.

Fig. 1 - Il triangolo della crescita.



Fonte: crf. Von Pischke (1991).

Tab. 1 - Perché alcuni beni sono pubblici?
Beni pubblici, risorse comuni e beni privati («merci»).

Rivalità nel consumo Esclusione dall'accesso	Esiste	Non esiste
Esiste	<u>Beni privati:</u> con gelato automobili autostrade congestionate	<u>Monopoli «naturali»:</u> TV via cavo la rete elettrica autostrade scorrevoli
Non esiste	<u>Risorse naturali:</u> il pesce del mediterraneo l'ambiente strade congestionate	<u>Beni pubblici:</u> difesa nazionale la conoscenza strade scorrevoli

Fonte: cfr. Mankiw G. (1998).