



# DOCUMENTO

“Project Financing e partenariato pubblico  
privato: aspetti normativi e linee guida  
operative”

**Consigliere delegato** Antonio Repaci

**Consigliere codelegato** Marcello Marchetti

**A cura del Gruppo di studio  
"Elaborazione principi di  
redazione dei Piani  
Economico Finanziari"**

PRESIDENTE

Guglielmo Antonacci

COMPONENTI

Lorenza Brienza

Vito Clemente

Gino Colla

Rosario Faraci

Armando Grigolon

Paolo Lepre

Marco Piemonte

Liliana Speranza

Gabriele Troise

COMPONENTI ESTERNI

Claudio Guccione

Pasquale Marasco

**Ricercatore** Roberto De Luca

---

# Indice

I. IL PARTENARIATO PUBBLICO PRIVATO: CARATTERISTICHE E ASPETTI OPERATIVI.....	5
1. Premessa.....	5
2. Definizioni e inquadramento normativo.....	5
3. Le ragioni del ricorso al partenariato pubblico privato.....	9
4. La valutazione della convenienza del partenariato: il “PPP Test” .....	11
5. Gestione dei rischi e riflessi sul bilancio pubblico .....	13
6. La nuova Direttiva Concessioni: novità e sviluppi per il partenariato pubblico-privato.....	16
II. IL PPP E IL PROJECT FINANCING PER LA REALIZZAZIONE DI OPERE PUBBLICHE: DATI E ASPETTI PROCEDURALI .....	18
1. Il Partenariato pubblico privato per la realizzazione di opere pubbliche: la situazione italiana.....	18
2. Le operazioni in Project Financing e gli strumenti di programmazione.....	21
3. Lo studio di fattibilità .....	22
4. Le procedure di gara.....	23
4.1. La procedura a gara unica a iniziativa pubblica (commi 1 – 14).....	24
4.2. La procedura a doppia gara (comma 15).....	25
4.3. L’iniziativa dei privati in caso di inerzia delle amministrazioni (commi 16-18).....	25
4.4. La procedura monofase a iniziativa dei privati (comma 19).....	26
5. I requisiti di partecipazione .....	26
6. Le garanzie.....	27
7. La convenzione: elementi obbligatori e accessori .....	28
8. Il termine del rapporto concessorio: risoluzione del contratto e scadenza.....	32
8.1. Risoluzione per fatto del concessionario: lo <i>step in right</i> .....	32
8.2. Inadempimento del concedente.....	33
8.3. Il valore residuo dell’investimento.....	33
III. LA SOCIETÀ DI PROGETTO E LA REDAZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO .....	34
1. La creazione della società di progetto: inquadramento giuridico .....	34
2. Gli aspetti fiscali e le agevolazioni a favore delle società di progetto .....	34
3. Il piano economico-finanziario e la valutazione del progetto: linee guida e aspetti operativi .....	37

---

3.1. I costi di investimento e la loro copertura: la struttura del capitale.....	38
3.2. I bilanci previsionali.....	42
3.3. La stima dei flussi di cassa .....	43
3.4. Gli indicatori di redditività.....	45
3.5. L'analisi della sostenibilità finanziaria .....	46
3.6. La valutazione del contributo pubblico: necessità e congruità.....	47
3.7. La valutazione e gestione dei rischi: analisi di sensitività e di scenario .....	50
3.8. Il <i>closing</i> finanziario .....	51
3.9. La comparabilità degli elaborati .....	52
4. Esempi di strumenti innovativi di ingegneria finanziaria: l'iniziativa comunitaria "Jessica" e gli interventi infrastrutturali di riqualificazione urbana in Project Financing .....	53
4.1. L'attuazione del fondo Jessica.....	55
IV. IL RUOLO DEL COMMERCIALISTA NELLE OPERAZIONI DI PPP.....	57
1. La fase di pianificazione: il supporto alle Pubbliche Amministrazioni. ....	57
2. Il supporto agli investitori privati.....	58
3. La definizione delle clausole della convenzione e la fase di gestione del contratto.....	59
4. Conclusioni. ....	60
V. UN CASO DI STUDIO: REALIZZAZIONE E GESTIONE DI UNA SCUOLA ELEMENTARE .....	61
1. Il Piano Economico Finanziario.....	61
2. Le ipotesi di base.....	62
VI. DEFINIZIONI .....	70

---

# I. IL PARTENARIATO PUBBLICO PRIVATO: CARATTERISTICHE E ASPETTI OPERATIVI

## 1. Premessa

L'attuale situazione economico-finanziaria degli enti locali impone un completo ripensamento degli investimenti pubblici e delle loro modalità di realizzazione e gestione: a causa della drastica riduzione dei trasferimenti dello Stato, nonché dei più generali vincoli di finanza pubblica, è necessario abbandonare la logica esclusiva dell'appalto tradizionale, al fine di valutare l'utilizzo di strumenti di partenariato pubblico-privato (PPP) per la realizzazione di opere pubbliche e infrastrutture.

In tale ottica, soprattutto negli ultimi anni, il legislatore ha tentato di incentivare in maniera crescente il ricorso al capitale privato per la realizzazione di investimenti pubblici, dando vita a provvedimenti volti a definire percorsi sempre più agevoli dal punto di vista procedurale e a creare stimoli e incentivi di vario tipo (soprattutto in ambito fiscale) per gli operatori privati<sup>1</sup>. Il ricorso a procedure di PPP, in ogni caso, presenta ancora oggi una elevata complessità e richiede una profonda attività di pianificazione e valutazione degli interventi da porre in essere, per garantirne la fattibilità e l'effettiva concretizzazione.

L'attenzione al partenariato è confermata dalla recente bozza di Decreto di riforma della normativa sui lavori pubblici, che dedica al PPP una sezione specifica (Parte IV, Titolo I). Il testo, licenziato dal Consiglio dei Ministri il 3 marzo 2016, rappresenterà il nuovo Codice degli Appalti e delle Concessioni, elaborato sulla base di recenti Direttive Europee in materia, di cui si dirà meglio nel prosieguo.

Scopo del presente lavoro è analizzare le potenzialità, gli attuali aspetti procedurali (in attesa della nuova disciplina), le modalità applicative ed i settori di applicazione del partenariato pubblico privato, focalizzandosi in particolare sull'istituto della finanza di progetto, evidenziandone le peculiarità dal punto di vista contabile e fiscale, nonché le modalità di valutazione dell'investimento.

## 2. Definizioni e inquadramento normativo

Come verrà specificato di seguito, il Partenariato Pubblico Privato non è definito in maniera esaustiva né a livello nazionale, né a livello comunitario. Con tale locuzione viene, infatti, indicata una vasta gamma di modelli di cooperazione tra il settore pubblico e quello privato<sup>2</sup>. La normativa nazionale fornisce, esclusivamente, una definizione di contratto di partenariato pubblico-privato, contenuta nell'art. 3, comma 15-ter, del D.Lgs. 163/2006<sup>3</sup> (di seguito, anche "Codice"), ai sensi del quale "i «contratti di partenariato pubblico privato» sono contratti aventi per oggetto una o più prestazioni quali la progettazione, la costruzione, la gestione o la manutenzione di un'opera pubblica o di pubblica utilità, oppure la fornitura di un servizio, compreso in ogni caso il finanziamento totale o parziale a carico di privati, anche in forme diverse, di tali prestazioni, con allocazione dei rischi ai sensi delle prescrizioni e degli indirizzi comunitari vigenti".

Il ricorso al PPP può essere previsto in tutti i casi in cui una pubblica amministrazione intenda affidare a un operatore privato l'attuazione di un progetto per la realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità e per la gestione dei relativi servizi nell'ambito di una cooperazione di lungo termine<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Si pensi, ad esempio, alla nuova disciplina sui project bond (D.L. 83/2012), alla possibilità di finanziare la realizzazione di infrastrutture tramite defiscalizzazione (L. 183/2011, modificata dal D.L. 83/2012) e così via (*infra*).

<sup>2</sup> Sul punto, si veda M.P.Chiti, in *Finanza di Progetto e Partenariato Pubblico-Privato - Temi europei, istituti nazionali e operatività*, a cura di G.F. Cartei e M. Ricchi, Napoli, 2015, 4 ss.

<sup>3</sup> Comma introdotto dall'art. 2, comma 1, lettera a), D.Lgs. n. 152 del 2008, poi dall'art. 44, comma 1, lettera b), legge n. 27 del 2012, che definisce il genere dei "contratti di partenariato pubblico-privato" e poi ne indica, "a titolo esemplificativo", alcuni tipi. Ai sensi dell'art. 3, comma 15 ter, infatti, "rientrano, a titolo esemplificativo, tra i contratti di partenariato pubblico privato la concessione di lavori, la concessione di servizi, la locazione finanziaria, il contratto di disponibilità, l'affidamento di lavori mediante finanza di progetto, le società miste. Possono rientrare altresì tra le operazioni di partenariato pubblico privato l'affidamento a contraente generale ove il corrispettivo per la realizzazione dell'opera sia in tutto o in parte posticipato e collegato alla disponibilità dell'opera per il committente o per utenti terzi".

<sup>4</sup> Si veda *Lo studio - Linee Guida "Il Partenariato pubblico Privato: normativa, implementazione metodologica e buone prassi nel mercato italiano"* presentato in data 9 aprile 2015 e realizzato nell'ambito delle attività previste nel progetto E.P.A.S. - (*"Empowerment delle Pubbliche Amministrazioni*

A livello comunitario, il tema particolare delle concessioni era stato anticipato dalla Comunicazione interpretativa della Commissione del 12 aprile 2000 sulle concessioni nel diritto comunitario<sup>5</sup>. Il dibattito sul PPP è proseguito fino alla pubblicazione, il 30 aprile 2004, del Libro Verde relativo ai Partenariati pubblico-privati ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni (COM 2004, 327)<sup>6</sup>. Nei quattro anni che intercorrono tra la richiamata Comunicazione interpretativa sulle concessioni e la pubblicazione del sopra indicato Libro Verde, si sviluppano l'elaborazione e l'approvazione delle direttive (la D. 17/2004/CE e la D.18/2004/CE) del 31 marzo 2004. Successivamente, la Commissione UE ha pubblicato il Libro Verde del 2005<sup>7</sup> ed avviato un ampio dibattito, proseguito fino al 2008, con la definizione della Comunicazione interpretativa della Commissione sull'applicazione del diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni ai partenariati pubblico-privati istituzionalizzati (PPPI) del 5 febbraio 2008 (COM 2007, 6661)<sup>8</sup>.

Con riferimento, invece, agli sviluppi più recenti della normativa comunitaria nell'ambito del PPP, agli inizi del 2014, si è concluso il lungo *iter* approvativo avviato nel 2011 su proposta della Commissione europea in merito alle tre nuove direttive comunitarie in materia di appalti pubblici e concessioni. Si tratta, in particolare, della direttiva 2014/23/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 febbraio 2014 sull'aggiudicazione dei contratti di concessione<sup>9</sup>; della direttiva 2014/24/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 febbraio 2014 sugli appalti pubblici; della direttiva 2014/25/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 febbraio 2014 sulle procedure d'appalto degli enti erogatori nei settori

---

*regionali e locali delle aree Obiettivo Convergenza nella gestione e nell'utilizzo di strumenti innovativi e d'ingegneria finanziaria per lo sviluppo economico locale e per lo sviluppo sostenibile delle aree urbane*) del Dipartimento per gli Affari regionali, le Autonome e lo Sport (DARAS) della Presidenza del Consiglio dei Ministri, pubblicato in data 9 aprile 2015, in [www.affariregionali.it](http://www.affariregionali.it); si veda, altresì, Unità Tecnica Finanza di Progetto DIPE - Presidenza del Consiglio dei Ministri, "UTFP: 100 domande & risposte", Il ed., maggio 2014.

<sup>5</sup> Il tema delle varie forme di cooperazione con i privati emerge per la prima volta nella bozza di Comunicazione interpretativa della Commissione Europea sulle concessioni nel diritto comunitario dell'aprile 1999, sospinta da un crescente utilizzo di formule di partenariato di origine soprattutto anglosassone che rischiano di sfuggire alla disciplina comunitaria. Sul punto si veda il commento di C. Guccione, *La comunicazione interpretativa della Commissione sulle concessioni nel diritto comunitario*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 12/2000; anche circolare della Presidenza del Consiglio dei Ministri - Dipartimento Politiche Comunitarie del 1.03.2002 n. 3944.

<sup>6</sup> Il dibattito del Libro Verde risulta fin dall'origine orientato dalla fondamentale Decisione Eurostat dell'11 febbraio 2004 - Decisione Eurostat n.18/2004 - che rappresenta il documento principale per i criteri contabili, dai rilevanti effetti anche di merito finanziario delle varie forme di partenariato. I criteri individuati nella Decisione Eurostat 2004 sopra richiamata devono essere integrati ed aggiornati con i contenuti del nuovo Sistema Europeo dei Conti nazionali e regionali pubblicato da Eurostat a maggio del 2013 (cd. "SEC2010"), che a partire dal 1° settembre 2014 ha sostituito il SEC95 precedentemente in vigore. Il SEC2010 contempla tra le principali forme di rischio anche il "rischio di valore residuo e di obsolescenza" legato, ad esempio, al fatto che qualora il Ppp preveda la riconsegna dell'infrastruttura al termine di scadenza della concessione, il valore di acquisto o di subentro possa essere inferiore rispetto a quello atteso. Inoltre, un indispensabile complemento al SEC2010 è il Manuale sul disavanzo e sul debito pubblico (*Manual on Government Deficit and Debt* - MGDD), pubblicato per la prima volta da Eurostat nel 1999 e da ultimo aggiornato nel mese di agosto 2014, che dedica il capitolo 4 della parte VI alle *Public Private Partnership*. Nello specifico, il "Libro verde relativo ai Partenariati Pubblico-Privati e al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni", presentato dalla Commissione Europea il 30 aprile 2004, distingue due categorie di partenariati in base agli strumenti giuridici attraverso i quali si realizzano tali operazioni: partenariato contrattuale, partenariato istituzionalizzato. Il primo è basato su legami contrattuali tra i soggetti partecipanti alle operazioni, in base ai quali uno o più compiti vengono affidati a un privato. In questo contesto, uno dei modelli più conosciuti è il modello concessorio, caratterizzato dal legame diretto esistente tra il partner privato e l'utente finale; il secondo, invece, implica l'esistenza di una struttura societaria detenuta congiuntamente dal partner pubblico e dal partner privato, avente la missione di assicurare la realizzazione di un'opera o la gestione di un servizio a favore della collettività. Il modello del partenariato istituzionalizzato, a livello europeo, è impiegato per la gestione di servizi pubblici a livello locale (servizi di approvvigionamento idrico o per la raccolta dei rifiuti). La cooperazione diretta tra pubblico e privato nel quadro di un organismo dotato di personalità giuridica propria permette al partner pubblico di conservare un livello di controllo relativamente elevato sullo svolgimento delle operazioni, che può essere modificato nel tempo in funzione delle circostanze, attraverso la propria presenza nella partecipazione azionaria e in seno agli organi decisionali dell'impresa comune. Essa permette, inoltre, al partner pubblico di sviluppare un'esperienza propria riguardo alla fornitura del servizio in questione, pur ricorrendo al sostegno di un partner privato. La creazione di un PPP istituzionalizzato può avvenire sia attraverso la creazione di una società detenuta congiuntamente dal settore pubblico e dal settore privato, sia tramite il passaggio a controllo privato di una società già esistente (privatizzazione).

<sup>7</sup> La Comunicazione della Commissione europea del 15 novembre 2005 sui PPP e sul diritto degli appalti pubblici e delle concessioni (COM 2005, 569).

<sup>8</sup> Sul punto si veda M. P. Chiti, cit. *sub* nota 2; I principali documenti dell'Unione europea sul tema del PPP sono: il Libro verde del 2004 relativo ai PPP ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni (COM 2004, 327); la Comunicazione della Commissione europea del 15 novembre 2005 sui PPP e sul diritto degli appalti pubblici e delle concessioni (COM 2005, 569); la Risoluzione del Parlamento europeo del 16 ottobre 2006 sui partenariati pubblico-privati e il diritto comunitario in tema di appalti pubblici e concessioni; la Comunicazione interpretativa della Commissione sull'applicazione del diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni ai partenariati pubblico-privati istituzionalizzati (PPPI) del 5 febbraio 2008 (COM 2007, 6661); il Libro verde del 2011 relativo alla modernizzazione della politica dell'UE in materia di appalti pubblici per una maggiore efficienza del mercato europeo degli appalti (COM 2011, 15).

<sup>9</sup> Circa le novità previste in materia dalla direttiva 2014/23/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 febbraio 2014, si veda C. Guccione, *Dossier on line sulla Direttiva concessioni - Le nuove norme europee: approfondimenti e testo*, in *Edilizia e Territorio*, n. 3/2014, pubblicato in [www.ediliziaeterritorio.it/Sole24ore.com](http://www.ediliziaeterritorio.it/Sole24ore.com).

---

dell'acqua, dell'energia, dei trasporti e dei servizi postali. Tali direttive, pubblicate sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea L 94 del 28 marzo 2014, dovranno essere recepite entro il 18 aprile 2016 dai singoli Stati membri<sup>10</sup>.

In base alla forma contrattuale di supporto al PPP, la prassi comunitaria suddivide le diverse modalità di partenariato in due macro tipologie:

- **partenariato istituzionalizzato**, che si realizza attraverso la costituzione di società di capitali a partecipazione pubblico-privata disciplinate dal codice civile e dalle vigenti normative pubbliche del settore, a seconda del tipo di attività statutariamente esercitata, quali, ad esempio, quelle aventi come oggetto sociale la gestione di servizi pubblici locali di rilevanza economica e la realizzazione delle opere pubbliche necessarie al loro corretto svolgimento (cfr., in materia, tra l'altro l'art. 113 del D.Lgs. 267/2000 e ss.mm.ii., l'art. 4 D.L. 95/2012, conv. con mod. dalla L. 135/2012 e l'art. 34, commi 20-25, D.L. 179/2012, conv. con mod. dalla L. 221/2012); la gestione di servizi pubblici locali privi di rilevanza economica e la realizzazione delle opere pubbliche necessarie al loro corretto svolgimento (cfr. in materia, tra l'altro, l'art. 116 D.Lgs. 267/2000 e ss.mm.ii. e l'art. 4 del D.L. 95/2012, conv. con mod. dalla L. 135/2012); la progettazione e realizzazione di interventi di trasformazione urbana (di cui all'art. 120 del D.Lgs. 267/2000 e ss.mm.ii).
- **Partenariato contrattuale**, fondato su legami contrattuali tra i soggetti partecipanti alle operazioni, in base ai quali uno o più compiti vengono affidati a un operatore privato. In questo contesto, uno dei modelli più conosciuti è quello concessorio, caratterizzato dal legame diretto che si instaura tra l'investitore e l'utente finale, pur sotto l'egida del controllo da parte della P.A.. Le principali forme di PPP contrattuale, regolate dal Codice dei Contratti Pubblici, sono:
  - concessione di lavori pubblici (ex art. 143 del D.Lgs. 163/2006);
  - concessione di servizi (ex art. 30 del D.Lgs. 163/2006)
  - finanza di progetto (ex art. 153 del D.Lgs. 163/2006)
  - finanza di progetto nei servizi (ex art. 278 del D.P.R. 207/2010);
  - sponsorizzazione (ex art. 26 del D.Lgs. 163/2006);
  - locazione finanziaria (ex art. 160-bis del D.Lgs. 163/2006);
  - contratto di disponibilità (ex art. 160-ter del D.Lgs. 163/2006).

Inoltre, esistono, alcune altre fattispecie specifiche (o settoriali) disciplinate nel Codice stesso o in altri testi normativi, idonee a permettere l'implementazione di ulteriori forme di partenariato pubblico privato. Tra queste possono annoverarsi le seguenti:

- promotore di opere di urbanizzazione (di cui all'art. 32, comma 1, lett. g), del D.Lgs. 163/2006);
- promotore di insediamenti turistici (di cui all'art. 1, commi da 583 a 593, L. 266/2005);
- concessione per la valorizzazione a fini economici di beni immobili (di cui all'art. 3-bis ss. D.L. n. 351/2001 conv. con mod. dalla L. 410/2001 e ss.mm.ii).

Tra le diverse forme di PPP, un ruolo centrale è svolto dalla finanza di progetto. Il *project financing*, come noto, rientra tra le forme di partenariato pubblico-privato di tipo contrattuale (PPPC) per la realizzazione di lavori pubblici o di pubblica utilità, insieme alla concessione, al *leasing* pubblico ed al contratto di disponibilità<sup>11</sup>. La relativa disciplina è stata introdotta per la prima volta nell'ordinamento italiano con la Legge 11 novembre 1998, n. 415 (cd. legge Merloni-*ter*<sup>12</sup>), che introduce la nuova disciplina di cui agli artt. 37-bis e seguenti<sup>13</sup>. Alla legge n. 415/1998 ha fatto seguito la legge 1° agosto 2002 n.

---

<sup>10</sup> Gli Stati membri dovranno comunicare alla Commissione europea le disposizioni di diritto interno a tal fine adottate.

<sup>11</sup> Cfr. il sopra citato Libro Verde della Commissione europea relativo ai partenariati pubblico – privati ed al diritto comunitario degli appalti pubblici e delle concessioni (marzo 2004). Il D.Lgs. 152/2008 (terzo decreto correttivo al Codice dei contratti pubblici) ha introdotto anche nell'ordinamento italiano un'elencazione esemplificativa dei contratti di partenariato pubblico – privato (vedi. art. 3, comma 15-ter, del D.Lgs. 163/2006).

<sup>12</sup> Che modificava la Legge 11 febbraio 1994, n.109 - "Legge quadro in materia di lavori pubblici" (cd. "legge Merloni).

<sup>13</sup> L'obiettivo era quello di contenere la spesa pubblica e fornire una modalità alternativa alla finanza d'impresa per la realizzazione di opere pubbliche, dove il finanziamento dell'opera con capitale privato è solo parziale.

---

166 (cd. legge Merloni-*quater*), che ha ampliato il numero dei potenziali soggetti promotori (includendovi le Camere di commercio e le fondazioni bancarie) ed ha abolito il limite temporale di durata della concessione. D'altro canto, le novità introdotte dalla successiva legge 18 aprile 2005 (cd. legge comunitaria 2004) riguardavano sostanzialmente il contenuto dell'avviso pubblico che le amministrazioni committenti sono tenute a pubblicare per indicare quali opere possono realizzarsi con capitali privati<sup>14</sup>. Oggi la disciplina della finanza di progetto è riunita negli articoli 153 e ss<sup>15</sup> del Codice<sup>16</sup>, che dettano la normativa di dettaglio del *project financing* nel settore dei lavori pubblici. Nello specifico, come si dirà meglio in seguito, l'attivazione della procedura di finanza di progetto può avvenire su iniziativa dell'Amministrazione o degli operatori privati e il procedimento può essere strutturato tramite gara unica o in forma "bifasica" (*infra*). Per ciò che concerne la finanza di progetto nel settore dei servizi, il Codice dei Contratti Pubblici, all'art. 152, comma 3, si limita a prevedere che «*le disposizioni del presente Capo si applicano, in quanto compatibili, anche ai servizi, con le modalità fissate dal regolamento*». Tali modalità sono contenute nell'art. 278 del D.P.R. n. 207/2010<sup>17</sup> (di seguito, anche "Regolamento"), attraverso il quale è stata data attuazione a tale norma ed il *project financing* è divenuto utilizzabile anche per l'affidamento delle concessioni di servizi<sup>18</sup>.

Gli aspetti che caratterizzano in generale le operazioni di PPP, sulla base degli elementi offerti dalla normativa e dalla prassi nazionale e comunitaria, dunque, possono essere così sintetizzati:

- la modalità di finanziamento del progetto, garantito da parte del settore privato, talvolta tramite relazioni complesse tra diversi soggetti. Spesso, tuttavia, una quota di contribuzione pubblica possono aggiungersi ai fondi privati per garantire la effettiva sostenibilità dell'investimento;
- la durata relativamente lunga della collaborazione, che implica una cooperazione tra il soggetto pubblico ed il partner privato in relazione a vari aspetti di un progetto da realizzare;
- il ruolo decisivo dell'operatore economico, che partecipa a varie fasi del progetto (progettazione, realizzazione, attuazione, finanziamento). Il soggetto pubblico si concentra principalmente sulla definizione degli obiettivi da raggiungere in termini d'interesse pubblico, di qualità dei servizi offerti, di politica dei prezzi, garantendo il controllo del rispetto di questi obiettivi;
- la ripartizione dei rischi tra P.A. ed investitore, sul quale sono trasferiti rischi di solito a carico del settore pubblico. La loro precisa ripartizione si effettua caso per caso, in funzione della capacità delle parti in questione di valutarli, controllarli e gestirli;

---

<sup>14</sup> Nel 2004, il legislatore nazionale ha dovuto adeguarsi alle osservazioni formulate dalla Commissione europea nella procedura d'infrazione n. 2001/2182, con cui si contestavano all'Italia alcune difformità della legislazione nazionale con quella comunitaria in materia di appalti pubblici.

<sup>15</sup> Con il Codice dei contratti pubblici, il legislatore ha riscritto la disciplina nazionale del *project financing*, abrogando tutte le leggi precedenti, condensandola negli artt. 153 e ss. del medesimo Codice, sebbene sostanzialmente riproducendo la disciplina precedente. I successivi tre decreti correttivi al Codice, quali il D.lgs. n. 6/2007, il D.lgs. n. 113/2007 ed il D.lgs. n. 152/2008, hanno ulteriormente modificato la disciplina della finanza di progetto, in particolare il cd. Terzo Correttivo, che insieme all'abrogazione degli artt. 154 e 155, ha riscritto integralmente l'art. 153, ridefinendo l'iter procedimentale del *project financing*. In particolare, a seguito della riforma introdotta con il Terzo Correttivo l'art. 153, rubricato "*Finanza di progetto*", ha identificato la finanza di progetto con le peculiari procedure di cui allo stesso articolo finalizzate all'affidamento di un contratto di concessione di lavori pubblici alternative alla tradizionale procedura disciplinata all'art. 143 del Codice. Infine, le ultime modifiche alla disciplina della finanza di progetto sono state apportate dal Decreto Legge 13 maggio 2011, n. 70 (cd. "Decreto sviluppo"), convertito con modificazioni dalla L. 12 luglio 2011, n. 106 - il Decreto Legge 13 maggio 2011, n. 70, conv. con mod. dalla L. 12 luglio 2011, n. 106, ha disposto (con l'art. 4, comma 2, lettera q)) la modifica dell'art. 153, commi 9, 19, 20 e l'introduzione del comma 19-bis all'art. 153 del Codice.

<sup>16</sup> Così come modificato dal III decreto correttivo n. 152/2008, dal D.L. n. 70/2011 e, da ultimo, dal D.L. n. 1/2012.

<sup>17</sup> Regolamento di esecuzione ed attuazione del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, recante «Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE».

<sup>18</sup> Tale modello contrattuale, con riguardo ai servizi, pur essendo astrattamente ipotizzabile sin dall'emanazione del D.lgs. n. 163/2006, è divenuto concretamente attuabile solo con l'emanazione e l'entrata in vigore del D.P.R. 207/2010, recante il Regolamento di attuazione del Codice dei Contratti Pubblici: l'art. 152, comma 3, del Codice, infatti, espressamente prevede che «*le disposizioni del presente capo si applicano, in quanto compatibili, anche ai servizi, con le modalità fissate dal regolamento*». Sul punto si veda C. Guccione, *La finanza di progetto nell'affidamento della concessione di servizi, in Finanza di Progetto e Partenariato Pubblico-Privato - Temi europei, istituti nazionali e operatività*, a cura di G.F. Cartei e M. Ricchi, Napoli, 2015, 157 ss.



- 
- pagamenti al settore privato che riflettano i servizi offerti; l'operatore economico può essere remunerato dagli utenti (come nelle autostrade a pedaggio), dall'Amministrazione (con soluzioni quali le tariffe ombra e i canoni di disponibilità o *availability payment*) o da entrambi.

Attesa l'eterogeneità delle forme contrattuali attraverso cui il PPP può estrinsecarsi, gli investimenti da realizzare attraverso tali procedure possono essere classificati anche sulla base della capacità del progetto di generare reddito ed autosostenersi dal punto di vista economico-finanziario, definendo tre principali categorie:

- progetti in cui l'operatore economico fornisce servizi direttamente all'Amministrazione, che ne diventa il fruitore principale o esclusivo. Si tratta di tutte quelle opere (carceri, ospedali, scuole, ecc.) per le quali il soggetto privato che le realizza e gestisce trae la propria remunerazione esclusivamente (o principalmente) da pagamenti effettuati dalla P.A., ad esempio sotto forma di canoni di disponibilità. Tali progetti, dunque, si caratterizzano per la mancanza di intrinseca redditività per l'investitore privato senza l'intervento del soggetto pubblico (*opere fredde*);
- investimenti dotati di una intrinseca e autonoma capacità di generare reddito attraverso i proventi derivanti dalla gestione dell'opera e dalla tariffazione sugli utenti finali (parcheggi, cimiteri, ecc.). Sono progetti in cui i ricavi commerciali consentono al soggetto privato un integrale recupero dei costi di investimento, nonché una congrua remunerazione del capitale investito. Il ruolo del settore pubblico, in simili fattispecie, è generalmente limitato all'identificazione delle condizioni necessarie e dei vincoli da rispettare per consentire la realizzazione del progetto (*opere calde*);
- progetti che richiedono una componente parziale di contribuzione pubblica, in quanto i ricavi derivanti dalla sola gestione economica dell'opera non sono di per sé sufficienti a garantire una adeguata redditività dell'investimento. In tali circostanze, la Pubblica Amministrazione può intervenire con un contributo di varia natura (*infra*), al fine di consentire la realizzazione di un'opera che si ritiene possa generare significative esternalità positive in termini di benefici sociali e di indotto economico.

### 3. Le ragioni del ricorso al partenariato pubblico privato

Sulla base delle caratteristiche sopra riportate, il PPP può in molti casi configurarsi come un'alternativa ottimale all'appalto tradizionale, perseguendo obiettivi e generando vantaggi che possono essere sintetizzati come segue:

- riduzione del gap infrastrutturale e sviluppo di infrastrutture anche di livello locale, che altrimenti non potrebbero essere realizzati a causa delle succitate difficoltà finanziarie degli enti locali;
- bassa incidenza sui bilanci pubblici attraverso una spesa per investimenti minore (in alcuni casi, addirittura nulla);
- maggiore efficienza nella gestione delle infrastrutture e dei servizi connessi, dovuta alla specializzazione e al *know how* degli operatori privati, che permette di ottimizzare sia le prestazioni sia i costi operativi;
- adeguata ripartizione dei rischi, che consente alle stazioni appaltanti di trasferirli in tutto o in parte ai privati<sup>19</sup>.

Vale la pena sottolineare come tali aspetti facciano registrare un incremento nell'uso del PPP che non riguarda solo Paesi alle prese con problemi di finanza pubblica e vincoli di bilancio, ma anche e soprattutto realtà dove i limiti di spesa delle pubbliche amministrazioni sono molto meno stringenti rispetto a quelli italiani, quali Germania, Gran Bretagna, Francia, Australia ed altri. Il trend in atto a livello internazionale conferma come il partenariato non sia inteso come un mero strumento finanziario alternativo a una procedura di diretto intervento da parte della Pubblica Amministrazione, ma sia interpretato – anche dalla imprenditoria e dalla finanza privata – come un'opzione idonea, da un lato, a meglio fronteggiare reali esigenze dell'Amministrazione per la realizzazione di opere pubbliche e servizi, dall'altro, come un'opportunità per

---

<sup>19</sup> Ciò che caratterizza la concessione, sia essa di lavori che di servizi, differenziandola dal contratto d'appalto, è proprio la ripartizione del rischio tra amministrazione e concessionario. La nuova Direttiva 2014/23/UE, all'art. 5, comma 1, specifica con chiarezza che il contenuto necessario del contratto di concessione è il trasferimento del rischio operativo legato alla gestione dei lavori o servizi al concessionario, cioè la possibilità di non riuscire a recuperare gli investimenti effettuati e i costi sostenuti per l'operazione (*infra*).

---

sviluppare ed applicare al meglio competenze di progettazione, realizzazione e gestione su scala più vasta, creando occasioni di crescita con ritorni adeguati sui capitali investiti. Il PPP, dunque, è interpretato come un nuovo approccio e un nuovo modo di affrontare il tema della realizzazione delle infrastrutture, la cui diversità consiste essenzialmente nella adozione di una logica di partnership in precedenza già evidenziata, in cui le parti condividono gli obiettivi e le sorti di un progetto per tutta la sua durata (anche durante la fase di gestione dell'opera), rispetto alla tradizionale relazione "mordi e fuggi" di tipo cliente – fornitore, tipica dell'appalto.

Per quanto riguarda l'aspetto della gestione dei rischi, l'utilizzo di forme contrattuali di PPP si fonda sull'assunto di base che un'opportuna *risk allocation* tra i diversi attori coinvolti in un investimento offra il miglior livello di *value for money* (VfM - *infra*) per il settore pubblico, vale a dire il migliore risultato possibile per la collettività tenuto conto di tutti i benefici, i costi e i rischi dell'opera nell'intero suo ciclo di vita. Un investimento crea VfM quando consente di ottenere una riduzione dei costi di costruzione e gestione, una migliore allocazione dei rischi, una più rapida realizzazione dell'opera, un incremento degli standard qualitativi o della redditività dell'investimento<sup>20</sup>. Ovviamente, poiché una procedura di PPP implica in ogni caso il coinvolgimento a vario titolo e sotto varie forme di risorse pubbliche (aree edificabili, contributi, ecc.), la convenienza del ricorso a simili schemi contrattuali deve essere valutata non aprioristicamente, bensì in base ad un approccio tipologico, valutando per ogni singolo caso se l'opzione del partenariato generi effettivamente un plusvalore rispetto ad altre ipotesi, come il ricorso a un ordinario contratto di appalto. La massimizzazione del *value for money* per la P.A. può essere ottenuta proprio grazie a un'efficiente allocazione dei rischi, finalizzata a trasferirli per quanto possibile al soggetto privato, lasciando la stazione appaltante indenne dal pericolo di accadimento di fenomeni che potrebbero in qualsiasi modo minare la buona riuscita del progetto. Al fine di procedere a un'opportuna distribuzione dei rischi, è ovviamente necessario procedere alla loro identificazione e alla loro valutazione, seguendo, in base a consolidata dottrina di *risk management*<sup>21</sup>, le seguenti fasi:

- individuazione delle possibili categorie di rischi connessi all'iniziativa;
- valutazione dell'esposizione ai diversi fattori di rischio: quantificazione della probabilità che i rischi si verifichino e del relativo impatto in termini economico-finanziari;
- riduzione (o almeno mitigazione) della probabilità di concretizzazione dei rischi e l'entità delle possibili conseguenze degli stessi per chi li assume;
- identificazione degli elementi di rischio trasferibili e di quelli non trasferibili;
- allocazione ovvero assegnazione delle responsabilità della gestione delle conseguenze di alcuni rischi a una delle parti del contratto di PPP, o definizione di un particolare meccanismo di gestione del rischio che comporti una condivisione dello stesso;
- monitoraggio e riesame dei rischi individuati e di quelli che emergono nel corso dello sviluppo del progetto di PPP.

La natura e la tipologia dei rischi principali relativi alla realizzazione e gestione di un'opera pubblica<sup>22</sup> possono essere individuati sinteticamente come segue:

- *Rischi di costruzione*, strettamente connessi alla fase di realizzazione dell'intervento; appartengono a tale categoria eventi quali: ritardi di consegna, mancato rispetto dei capitolati di esecuzione, significativi costi aggiuntivi, carenze tecniche ed esternalità negative (compreso il rischio ambientale) che comportano un aggravio di costi in via diretta o indiretta, attraverso il pagamento di risarcimenti, penali e così via.
- *Rischio di domanda*, associato soprattutto all'andamento della domanda di utilizzazione di un'infrastruttura e al verificarsi o meno dei livelli ipotizzati nello scenario di base, a prescindere dalla qualità del servizio garantita dal concessionario. Le variazioni rispetto alle *assumptions* possono derivare da numerosi fattori, quali il ciclo economico generale, l'emersione di nuovi trend di mercato, lo sviluppo di nuove tecnologie con conseguente incremento

---

<sup>20</sup> Public Governance Committee, *PPP. In pursuit of risk sharing and value for money*, OECD, 2008.

<sup>21</sup> Si veda, ex multis, S. BERETTA, *Valutazione dei rischi e controllo interno*, Università Bocconi, Milano, 2004; Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, *Enterprise Risk Management Framework*, 2004; J.W. DELOACH, *Enterprise-wide risk management*, Financial Times-Prentice Hall, London, 2000.

<sup>22</sup> Si veda da ultimo la Determinazione ANAC n. 10 del 23 settembre 2015, pubblicata in G.U. - Serie Generale n. 241 del 16 ottobre 2015.

---

dell'obsolescenza tecnologica, e così via. Proprio l'elevato livello di incertezza e variabilità che può caratterizzare l'utilizzo di determinate opere rende opportuno imputare al privato i rischi connessi all'andamento della domanda.

- *Rischio di disponibilità*, legato a fattispecie in cui, durante la fase di gestione del progetto, scarsi livelli qualitativi delle prestazioni potrebbero generare l'indisponibilità parziale o totale di determinati servizi oppure in prestazioni che non soddisfano i criteri qualitativi specificati nella convenzione (*lack of performance*). In ogni caso, tale categoria di rischio è "gestibile" da parte del concessionario, in quanto dipende generalmente dalla sua capacità di erogare le prestazioni stabilite contrattualmente, sia in termini di volume che in relazione agli standard qualitativi.
- *Rischi legali e politici*, relativi al quadro normativo, agli aspetti procedurali ed alla volontà da parte del decisore politico, che possono influenzare la redditività ed il successo dell'investimento.

#### 4. La valutazione della convenienza del partenariato: il "PPP Test"

Come fin qui rilevato, il partenariato pubblico privato costituisce un fondamentale strumento per la realizzazione/gestione di opere e servizi pubblici, che può garantire l'ottimale ripartizione dei rischi e degli oneri da sostenere tra i vari soggetti coinvolti. Tuttavia, per stabilire se una simile alternativa rappresenti effettivamente l'opzione più efficace ed efficiente dal punto di vista dell'utilizzo di risorse pubbliche, non è possibile effettuare considerazioni o valutazioni *a priori*, essendo necessario fare ricorso, come in precedenza sottolineato, ad un approccio di natura tipologica. Al fine di definire la fattibilità e la convenienza dell'utilizzo di una forma di partenariato rispetto all'appalto, dunque, le *best practices* suggeriscono l'opportunità di porre in essere il cosiddetto "PPP Test": tale strumento, analizzando costi e benefici delle varie alternative a disposizione per la Pubblica Amministrazione, ha lo scopo di stabilire se il ricorso al PPP costituisca effettivamente la migliore opzione possibile. Dal punto di vista più strettamente operativo, il Test esamina la convenienza del ricorso a schemi di partenariato pubblico privato in relazione ad elementi di tipo sia qualitativo che quantitativo. Per ciò che concerne il primo aspetto, l'analisi deve verificare la presenza di alcune condizioni, ritenute fondamentali per potersi avvalere del PPP, vale a dire:

- il *know-how* necessario da parte della stazione appaltante;
- la possibilità di trasferire parte dei rischi all'operatore privato;
- la presenza di un quadro normativo e regolatorio compatibile con l'investimento da realizzare;
- la facoltà di praticare delle tariffe per i servizi erogati e la relativa sostenibilità dal punto di vista sociale;
- l'esistenza di meccanismi di pagamento connessi agli standard ed ai livelli di performance dei servizi gestiti.

Per ciò che concerne la valutazione di aspetti di tipo prevalentemente quantitativo, il PPP Test risponde allo scopo di:

- verificare il grado di appetibilità per il mercato della realizzazione e gestione dell'opera;
- esaminare l'eventuale necessità di un contributo pubblico, tenendo conto delle esigenze di redditività e sostenibilità finanziaria del progetto;
- analizzare la convenienza del PPP rispetto alle forme tradizionali di appalto pubblico attraverso il ricorso a due parametri di valutazione<sup>23</sup>:
  - il *Public Sector Comparator* (PSC);
  - il *Value for money* (VfM) per la Pubblica Amministrazione, già in precedenza richiamato.

---

<sup>23</sup> Autorità per la Vigilanza sui Contratti Pubblici di Lavori, Servizi e Forniture e Unità Tecnica Finanza di Progetto, *Analisi delle tecniche di valutazione per la scelta del modello di realizzazione dell'intervento: il metodo del Public Sector Comparator e l'analisi del valore*, settembre 2009, in: [www.autoritalavoripubblici.it](http://www.autoritalavoripubblici.it).

---

L'utilizzo del primo parametro è propedeutico alla determinazione e alla misurazione del secondo, il quale emerge quando un progetto consente una riduzione dei costi di costruzione e gestione, una più efficiente allocazione dei rischi, un miglioramento della qualità dei servizi offerti ed un incremento della redditività<sup>24</sup>. L'obiettivo della Pubblica Amministrazione, dunque, deve essere quello di massimizzare il VfM per la collettività, come suggerito dalla Commissione Europea<sup>25</sup>. Un progetto realizzato in PPP genera *Value for money* se garantisce alla collettività un beneficio netto positivo superiore rispetto a quello ottenibile mediante forme di affidamento alternative. Uno studio commissionato dalla *Treasury Taskforce* britannica ha rilevato come, dal punto di vista della P.A., esistano diversi *driver* attraverso cui il partenariato può rispondere alle esigenze di ottimizzazione del VfM:

- trasferimento dei rischi;
- durata del contratto;
- utilizzo di capitolati e convenzioni di tipo *output-based*;
- misurazione delle performance ed incentivi;
- sfruttamento delle competenze dell'operatore privato<sup>26</sup>.

In base a quanto finora espresso, dunque, la verifica del VfM generato riguarda sia aspetti monetari (in termini di costi e flussi di cassa) che non-monetari e/o non immediatamente quantificabili (tempi di realizzazione del progetto, qualità dei servizi, soddisfazione degli utenti, ecc.). La comparazione degli elementi monetari può avvenire attraverso l'utilizzo di quattro metodi o criteri fondamentali:

- 1) *Financial Comparator*, che richiede un confronto tra i costi sostenuti attraverso il PPP e gli oneri connessi ad una ordinaria procedura ad iniziativa pubblica (es.: appalto).
- 2) *Best available alternative*: per i progetti in cui il costo degli schemi tradizionali è difficile da determinare, il partenariato dovrebbe essere confrontato con la migliore alternativa possibile.
- 3) *Price benchmarks*, che comprende una comparazione con *benchmark* indipendenti di prezzi affidabili o con i costi unitari dell'iniziativa (ad esempio costi standard per volume di produzione).
- 4) *Comparable PPP projects*, che richiede un confronto tra la procedura di PPP prescelta ed altri progetti comparabili realizzati in partenariato.

Ancorché il VfM rappresenti un concetto onnicomprensivo che racchiude elementi non sempre facilmente quantificabili, l'utilizzo del *Public Sector Comparator* tenta di offrirne in ogni caso una misurazione quantitativa, al fine di fornire un valore comparabile e comprensibile attraverso il quale dimostrare alla collettività che eventuali risorse pubbliche messe a disposizione sono state impiegate in modo efficace ed efficiente. In alcuni casi, dunque, nell'eventualità in cui non fosse possibile esprimere in forma numerica alcuni aspetti di tipo qualitativo (es.: qualità dei servizi), questi ultimi potrebbero non trovare piena rappresentazione nell'indicatore in questione. Il processo di costruzione del *Public Sector Comparator* è definito dalla *Technical Note No. 5* della *Treasury Taskforce* britannica, che ne individua altresì le componenti principali e ne offre una condivisibile definizione<sup>27</sup>: il PSC può essere qualificato come il costo ipotetico, di tipo *risk-adjusted*, da sostenere nel caso in cui un'opera venga finanziata e gestita completamente dalla Pubblica Amministrazione. Oltre all'ordinaria analisi dei flussi di cassa, in definitiva, l'utilizzo del PSC e il *VfM Assessment* si basano in maniera preponderante su un'adeguata attività di valutazione e gestione del rischio.

---

<sup>24</sup> Public Governance Committee, *PPP. In pursuit of risk sharing and value for money*, OECD, 2008.

<sup>25</sup> European commission, *Guidelines for successful public – private partnerships*, 2003.

<sup>26</sup> Il risparmio economico-finanziario medio per gli enti pubblici ottenuto grazie all'utilizzo di simili strumenti, calcolato in base al valore dei costi attualizzati, è stato stimato in circa il 17% per l'intera durata della concessione.

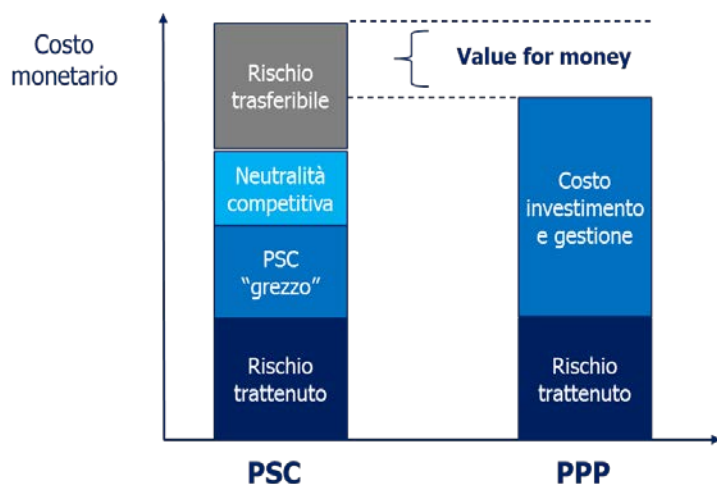
<sup>27</sup> Treasury Taskforce Technical Note 5: "How to construct a public sector comparator".

Per ciò che concerne la prassi italiana<sup>28</sup>, le principali componenti del *Public Sector Comparator* da analizzare sono le seguenti<sup>29</sup>:

- **il PSC base (Raw PSC)** che include il costo del capitale e i costi operativi, diretti e indiretti, relativi alla realizzazione, gestione e manutenzione dell'opera;
- **la neutralità competitiva**, che consiste nella sterilizzazione di qualsiasi vantaggio che la Pubblica Amministrazione potrebbe conseguire facendo ricorso a un appalto tradizionale;
- **i rischi trasferibili**, relativi, ad esempio, all'eventualità di aumenti dei costi di costruzione, di un allungamento dei tempi di realizzazione dell'opera, nonché connessi alla gestione dell'infrastruttura;
- **il rischio trattenuto**, che non può essere attribuito all'operatore privato e che, quindi, rimarrebbe in capo al soggetto pubblico.

Oltre che nella fase iniziale, per scegliere la migliore modalità realizzativa dell'opera, il *Public Sector Comparator* può essere utilizzato anche in uno stadio successivo, al fine di comparare le offerte proposte dai diversi operatori. Sulla base degli elementi che lo compongono, dal punto di vista quantitativo, il valore del PSC è determinato dalla somma del valore attuale netto (*infra*) dei costi (VANc) e dei rischi (VANr) connessi alla realizzazione dell'opera per il soggetto pubblico, da confrontare con lo stesso valore che dovrebbe essere sostenuto dal privato. Se quest'ultimo sarà in grado di conseguire una riduzione dei rischi trasferiti da parte della Pubblica Amministrazione (attraverso risparmi sui costi di costruzione, efficientamento della gestione, ecc.), il ricorso al PPP sarà vantaggioso per il soggetto pubblico, che conseguirà un *Value for money* positivo, realizzando l'opera in maniera efficace e utilizzando al meglio le risorse pubbliche. Il VfM per la P.A., in definitiva, è costituito dalla differenza tra il valore del PSC e i costi monetari attesi in caso di utilizzo del partenariato, come può evincersi dalla figura seguente.

Figura 1 - Public sector comparator e value for money



Fonte: *Unità Tecnica Finanza di Progetto, cit.*

## 5. Gestione dei rischi e riflessi sui bilanci pubblici

L'esatta identificazione e allocazione dei rischi non rappresenta un mero aspetto negoziale tra le parti: sulla base della normativa vigente e di recente giurisprudenza nazionale<sup>30</sup>, è proprio l'imputazione dei rischi concordata in un contratto di

<sup>28</sup> Determinazione n. 10 del 23 settembre 2015, Autorità Nazionale Anticorruzione.

<sup>29</sup> Per un'analisi completa per l'applicazione dello strumento del public sector comparator si rimanda allo studio effettuato dall'Autorità, insieme alla Unità Tecnica Finanza di Progetto, ha pubblicato nel settembre del 2009 relativo a: "Analisi delle tecniche di valutazione per la scelta del modello di realizzazione dell'intervento: il metodo del Public Sector Comparator e l'analisi del valore", disponibile al seguente link: [http://www.avcp.it/portal/public/classic/Comunicazione/Pubblicazioni/StudiRicerche/\\_PSC/](http://www.avcp.it/portal/public/classic/Comunicazione/Pubblicazioni/StudiRicerche/_PSC/).

<sup>30</sup> Si vedano: Deliberazione 3 ottobre 2012 della Corte Dei Conti - Sezione Regionale di Controllo per la Lombardia; Parere n.66 del 31 maggio 2012 della Corte Dei Conti - Sez. Reg. di Controllo per la Puglia, riguardanti, rispettivamente il contratto di disponibilità ed il leasing finanziario.

---

partenariato pubblico privato a influire in maniera determinante anche sul trattamento contabile dello stesso ai fini della sua imputazione nel bilancio della stazione appaltante, nonché sulla quantificazione del deficit e dell'indebitamento a livello aggregato. A tale proposito, uno dei provvedimenti di maggiore rilievo è rappresentato dalla Decisione Eurostat dell'11/02/2004<sup>31</sup>, che fornisce fondamentali riferimenti in relazione al trattamento contabile, nei conti nazionali, dei contratti sottoscritti nell'ambito di operazioni di partenariato pubblico privato, nonché all'impatto dei PPP sul bilancio e sul debito pubblico. Il provvedimento in questione, pur focalizzandosi su operazioni in cui la Pubblica Amministrazione si configura come *main payer*, evidenzia la centralità dell'allocazione dei rischi, proponendo un approccio tipologico, valutando in maniera puntuale se le operazioni, in base al parametro di riferimento, possano essere qualificate come *on* oppure *off-balance*. La decisione si applica nei casi in cui lo Stato sia il principale acquirente dei beni e servizi forniti dall'infrastruttura, sia che la domanda sia originata dalla stessa parte pubblica che da terze parti<sup>32</sup>. In tali circostanze, Eurostat propone che gli *assets* connessi a procedure di partenariato pubblico privato non debbano essere classificati come attivo patrimoniale pubblico e, pertanto, non siano contabilizzati all'interno del bilancio delle P.A. (*off-balance*), qualora si verifichino le seguenti due condizioni:

- il partner privato si accolla interamente il rischio di costruzione (*construction risk*);
- il partner privato si assume almeno uno tra rischio di disponibilità (*availability risk*) e di domanda (*risk on demand*).

Il rischio di disponibilità, come in precedenza rilevato, è connesso alla performance dei servizi che il partner privato deve rendere. Affinché venga effettuata una reale attività di *risk transfer*, è necessario che i pagamenti pubblici siano correlati all'effettivo grado di disponibilità fornito dal privato (per quantità e qualità), in osservanza del principio del *take-and-pay*. Un'efficace azione volta al trasferimento di tale rischio potrebbe essere rappresentata dall'applicazione di un sistema di pagamenti da parte dell'Ente pubblico di tipo *incentives/penalties*, che preveda l'attuazione di penali e la riduzione dei pagamenti nel caso in cui le prestazioni erogate non siano sufficienti e in linea con le previsioni e gli accordi contrattuali<sup>33</sup>. In relazione al partenariato pubblico privato, la succitata Decisione Eurostat si è mossa ovviamente nel quadro generale delineato dal Manuale SEC 95 sul disavanzo e sul debito pubblico, che costituisce il *framework* di riferimento all'interno dell'Unione Europea. La versione aggiornata al 2002 del SEC 95, al fine di individuare le modalità di contabilizzazione, distingue due ipotesi fondamentali, definite sulla base del ruolo dell'ente pubblico nell'ambito della procedura di PPP<sup>34</sup>:

- 1) la P.A. non effettua pagamenti periodici a favore dell'operatore privato: in una simile fattispecie il costo di realizzazione e gestione dell'infrastruttura è ribaltato totalmente sugli utenti, senza oneri per la stazione appaltante. Di conseguenza, qualora fossero trasferiti al concessionario i principali rischi dell'operazione, sarà quest'ultimo a iscrivere le opere nel proprio bilancio, non generando alcun effetto per il bilancio dell'ente pubblico.
- 2) La P.A. effettua pagamenti a favore dell'operatore privato: l'operazione di partenariato può prevedere la costruzione di un'infrastruttura a fronte del cui utilizzo il soggetto pubblico versa un importo periodico, sotto forma, ad esempio, di canoni di disponibilità; può essere ipotizzato altresì il trasferimento dell'opera alla stazione appaltante alla scadenza del periodo concessorio. In questo caso, come confermato dalla Decisione Eurostat, sarà l'analisi dell'allocazione dei rischi e dei benefici, effettuata in base ad un approccio tipologico, a determinare se l'opera sia da considerarsi *on-balance* ovvero *off-balance*.

Se la valutazione dei rischi, così come sopra definiti, non consente di definirne in maniera chiara la rispettiva allocazione, è possibile utilizzare ulteriori criteri, analizzati dalla versione 2010 del SEC95, quali:

---

<sup>31</sup> Eurostat Decision on treatment of public-private partnerships.

<sup>32</sup> E' questo il caso, ad esempio, di servizi pubblici, come la sanità o l'istruzione, nei quali, per un meccanismo di sostituzione, le prestazioni erogate ai cittadini sono pagate dalla Pubblica Amministrazione o di infrastrutture stradali, i cui pedaggi sono pagati dalla parte pubblica attraverso sistemi di *shadow tolls* (c.d. pedaggi ombra).

<sup>33</sup> In base Linee Guida emanate dall'ANAC, il rischio di disponibilità "comprende la possibilità di costi aggiuntivi, ad esempio di manutenzione e finanziamento, e il pagamento di penali perché il volume o la qualità dei servizi non rispettano gli standard specificati nel contratto". Il rischio di domanda, invece, è sinteticamente definito come "la possibilità che la domanda dei servizi sia superiore o inferiore al previsto".

<sup>34</sup> Unità Tecnica Finanza di Progetto, *Partenariato Pubblico Privato per la realizzazione di opere pubbliche: l'impatto sulla contabilità nazionale e sul debito pubblico*, Gennaio 2011.



- la misura dei finanziamenti pubblici, compresi quelli "in natura": il *framework* comunitario definisce un criterio oggettivo, stabilendo che nei casi in cui "il costo del capitale è prevalentemente coperto dal Governo [...] questo [...] assume la maggioranza dei rischi", comportando l'iscrizione on-balance dell'infrastruttura;
- l'eventuale esistenza di garanzie fornite dalla Pubblica Amministrazione, a cui viene riservato un trattamento simile rispetto a quello dei contributi *tout court*: nel caso in cui il soggetto pubblico assicuri la copertura del debito o un rendimento certo all'operatore privato (facendo riferimento ancora una volta al criterio maggioritario), l'opera dovrà essere contabilizzata nel bilancio dell'ente;
- l'allocazione finale degli *asset* può incidere sulla classificazione dell'investimento, prevedendo la necessità di iscrizione *on-balance* nei casi in cui, ad esempio, sia concordato un prezzo finale più elevato del valore dell'opera (economico o di mercato) che la P.A. dovrà corrispondere al concessionario allo scadere della concessione.

In Italia, gli aspetti relativi alla contabilizzazione delle opere realizzate in PPP sono stati analizzati e sistematizzati qualche anno dopo rispetto all'emanazione della citata Decisione Eurostat. La norma che ha apportato le maggiori novità in tal senso è rappresentata dall'art. 44, comma 1-bis del D.L. 248/2007, convertito dalla L. 31/2008 (cosiddetto Decreto Milleproroghe), il quale dispone che *"Al fine di consentire la stima dell'impatto sull'indebitamento netto e sul debito pubblico delle operazioni di partenariato pubblico-privato avviate da pubbliche amministrazioni e ricadenti nelle tipologie indicate dalla decisione Eurostat dell'11 febbraio 2004, le stazioni appaltanti sono tenute a comunicare all'Unità tecnica finanza di progetto della Presidenza del Consiglio dei Ministri le informazioni relative a tali operazioni, secondo modalità e termini indicati in un'apposita circolare da emanarsi d'intesa con l'Istituto nazionale di statistica. Dall'attuazione del presente comma non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica"*.

Sempre nel 2008, è stata effettuata una rilevante modifica al Codice dei Contratti Pubblici: in seguito all'emanazione del D.Lgs. 152/2008, l'art. 3 c.15-ter della norma stabilisce che *"alle operazioni di partenariato pubblico privato si applicano i contenuti delle decisioni Eurostat"*, come confermato dalla Determinazione 11 marzo 2010, n. 2 dell'AVCP<sup>35</sup>. I criteri definiti nella succitata Decisione Eurostat 2004 devono essere integrati e aggiornati con quanto previsto dal nuovo Sistema Europeo dei Conti nazionali e regionali ("SEC2010") definito nel succitato Regolamento Ue n. 549/2013, che a partire dal settembre 2014 ha sostituito il SEC95 precedentemente in vigore. Il nuovo *framework* contempla tra le principali forme di rischio anche il "rischio di valore residuo e di obsolescenza" legato, ad esempio, all'eventualità in cui alla scadenza della concessione, il valore di acquisto o di subentro possa essere inferiore rispetto a quello atteso. Giova sottolineare come anche il rilascio di garanzie da parte dell'ente pubblico possa rappresentare un fattore che influenza il trattamento contabile dell'operazione, incidendo sull'allocazione dei rischi tra le parti coinvolte nel procedimento. A tale proposito, le garanzie possono comportare l'iscrizione o la riclassificazione dell'*asset on balance* quando assicurano un'integrale copertura del debito o un rendimento certo del capitale investito dal soggetto privato. Altro elemento idoneo a incidere sulla contabilizzazione dell'intervento è rappresentato dalla destinazione dell'*asset* alla fine del contratto. In particolare, essa può condurre alla contabilizzazione *on balance* dell'infrastruttura se ricorre una delle seguenti tre condizioni:

- si concorda un prezzo fisso, che l'amministrazione dovrà pagare alla scadenza del contratto, che non riflette il valore di mercato del bene in questione;
- è previsto un prezzo più elevato rispetto al valore economico atteso;
- è definito un corrispettivo più basso del valore economico atteso perché l'ente concedente, nel corso della concessione, ha già effettuato pagamenti per l'acquisizione dell'*asset*.

La rilevanza dell'impatto delle disposizioni in esame sui bilanci pubblici ha generato un crescente interesse per le conseguenze in termini di saldi di bilancio da parte delle amministrazioni locali, obbligate a una stretta sorveglianza in tema di patto di stabilità e limiti all'indebitamento.

<sup>35</sup> Autorità per la vigilanza sui contratti pubblici di lavori, servizi e forniture, le cui funzioni sono attualmente svolte dall'ANAC.

## 6. La nuova Direttiva Concessioni: novità e sviluppi per il partenariato pubblico-privato

Come già in precedenza sottolineato, nel febbraio 2014, si è concluso il lungo iter di innovazione normativa avviato nel 2011 su proposta della Commissione europea in materia di opere pubbliche, appalti e concessioni. In particolare, sono state approvate:

- la Direttiva 2014/23/UE del 26 febbraio 2014 sull'aggiudicazione dei contratti di concessione;
- la Direttiva 2014/24/UE del 26 febbraio 2014 sugli appalti pubblici;

Gli Stati Membri dovranno emanare appositi provvedimenti legislativi per recepire le direttive entro il 18 aprile 2016. In Italia tale procedura è stata attivata attraverso l'emanazione del DDL S.1678<sup>36</sup> e della Legge Delega n. 11 del 28/01/2016, che ha conferito al Governo la delega per l'attuazione delle succitate direttive, che apporteranno alcune novità all'interno dell'impianto normativo nazionale<sup>37</sup>. Per ciò che concerne le definizioni della concessione di lavori e di servizi, dall'art. 5, comma 1, lett. a) e b) della Direttiva, non si rilevano sostanziali differenze rispetto all'art. 3, commi 11 e 12 del D.Lgs. 163/2006. Le modifiche apportate riguardano la possibilità di partecipazione da parte di una pluralità di soggetti in forma aggregata, sia dal lato dell'offerta (è ribadita la possibilità di affidare la concessione a raggruppamenti di imprese, fondamentale nel caso di operazioni particolarmente complesse), sia dal lato della domanda espressa dalla Pubblica Amministrazione, al fine di soddisfare le esigenze di bacini più ampi in maniera più efficiente. Secondo il legislatore comunitario, ai fini di una definizione delle concessioni, l'elemento dirimente non è tanto la titolarità dell'opera costruita, che può rimanere privata anche al termine della concessione, quanto piuttosto l'esercizio del servizio pubblico da parte del privato. Ad ogni modo, alcuni elementi di novità sono introdotti dall'art. 5 della Direttiva che - al comma 1 - espone alcune caratteristiche che una concessione deve rispettare, nonché il contenuto necessario del relativo contratto: si evidenzia in maniera inequivocabile come il fattore dirimente rispetto a un appalto tradizionale riguardi la necessità di trasferire al concessionario un rischio operativo connesso alla gestione dell'opera e/o dei servizi<sup>38</sup>.

Un approccio simile, in realtà, si riscontra anche nel nostro ordinamento, laddove l'art. 143, comma 9, indica la necessità - nelle concessioni in cui il *main payer* sia rappresentato dalla P.A. - di lasciare a carico del concessionario "*l'alea economico-finanziaria della gestione dell'opera*": il fatto che la condizione in questione sia esplicitamente richiamata per le opere destinate alla fruizione dell'ente pubblico implica che tale allocazione di rischio sia da ritenere addirittura scontata nelle concessioni in cui il rischio di domanda sia sopportato dal Concessionario e i proventi della gestione derivino dai pagamenti degli utenti. Anche l'art. 3 comma 15-ter del Codice, all'interno del quale è presente la definizione dei contratti di partenariato pubblico-privato, fa riferimento alla normativa europea, prescrivendo che l'allocazione dei rischi debba avvenire "*ai sensi delle prescrizioni comunitarie vigenti*". Giova notare, tuttavia, come nell'ambito della nuova normativa comunitaria l'elemento del trasferimento del rischio sia stato notevolmente rafforzato: basti pensare alla espressa menzione del divieto di introdurre forme di attenuazione o eliminazione del proprio rischio da parte non solo dei concessionari ma anche dei soggetti finanziatori. Ad ogni modo, è proprio l'introduzione del nuovo concetto di "*rischio operativo*" (che sostanzialmente sostituisce e amplia il succitato rischio di domanda), che trova anche una compiuta definizione nel *considerando* 18 e nell'art 5: tale elemento viene identificato con un rischio sul lato della domanda o sul lato dell'offerta (o di entrambi)<sup>39</sup> che si considera a carico del concessionario nel momento in cui, in condizioni operative normali, non sia garantito il recupero degli investimenti effettuati o dei costi sostenuti per la gestione dei lavori o dei servizi oggetto della concessione ("*la parte del rischio trasferita al concessionario comporta una reale esposizione alle fluttuazioni del mercato tale per cui ogni potenziale perdita stimata subita dal concessionario non sia puramente nominale o*

<sup>36</sup> Delega al Governo per l'attuazione delle direttive 2014/23/UE, 2014/24/UE e 2014/25/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 febbraio 2014, sull'aggiudicazione dei contratti di concessione, sugli appalti pubblici e sulle procedure d'appalto degli enti erogatori nei settori dell'acqua, dell'energia, dei trasporti e dei servizi postali, nonché per il riordino della disciplina vigente in materia di contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture. Il provvedimento, dopo l'esame alla camera (A.C. 3194), è stato reinviato al Senato per l'approvazione delle modifiche apportate.

<sup>37</sup> Come richiamato in premessa, il Consiglio dei Ministri ha di recente licenziato il testo provvisorio del nuovo Codice dei contratti pubblici.

<sup>38</sup> "*L'aggiudicazione di una concessione di lavori o di servizi comporta il trasferimento al concessionario di un rischio operativo legato alla gestione dei lavori o dei servizi*".

<sup>39</sup> In base al *considerando* 20, "*Per rischio sul lato della domanda si intende il rischio associato alla domanda effettiva di lavori o servizi che sono oggetto del contratto. Per rischio sul lato dell'offerta si intende il rischio associato all'offerta dei lavori o servizi che sono oggetto del contratto, in particolare il rischio che la fornitura di servizi non corrisponda alla domanda*".



---

*trascurabile*<sup>40</sup>). Una simile formulazione sposta in maniera rilevante l'approccio e la prospettiva di valutazione, rendendo difficile, da parte dell'operatore privato, porre in essere azioni di *risk mitigation* eccessivamente onerose per la P.A., come spesso avvenuto in passato. La Direttiva introduce anche elementi di valutazione del rischio operativo, laddove sostiene che sia necessario prendere in considerazione *"in maniera coerente ed uniforme il valore attuale netto dell'insieme degli investimenti, dei costi e dei ricavi del concessionario"*. E' opportuno sottolineare, in ogni caso, come il legislatore comunitario abbia agito in maniera equilibrata e appellandosi al buon senso, nel tentativo di non penalizzare eccessivamente neanche i concessionari: pur non potendo avere garanzie sul rendimento dell'investimento, l'introduzione dell'inciso *"in condizioni operative normali"* mira comunque a fornire una ragionevole tutela rispetto a eventi di forza maggiore come, ad esempio, crisi finanziarie sistemiche. Inoltre, il riferimento all'allocazione del rischio operativo a carico del soggetto privato consente di far ricorso allo schema concessorio *"anche se una parte del rischio resta a carico dell'amministrazione aggiudicatrice o dell'ente aggiudicatore"* (considerando 18). Allo stesso tempo, occorre precisare che anche alcuni accordi remunerati esclusivamente grazie al ruolo di *main payer* dall'amministrazione aggiudicatrice, potrebbero configurarsi come concessioni *"qualora il recupero degli investimenti effettuati e dei costi sostenuti dall'operatore per eseguire il lavoro o fornire il servizio dipenda dall'effettiva domanda del servizio o del bene o dalla loro fornitura"* (considerando 18).

Ulteriore aspetto di rilievo da evidenziare riguarda il *focus* offerto nei *considerando* 17 e 19 in relazione a settori caratterizzati da tariffe regolamentate, per i quali possono sussistere diverse fattispecie:

- 1) la Direttiva non si applica nel caso in cui la remunerazione si basi esclusivamente su un calcolo tariffario che copra integralmente i costi e gli investimenti e non ci siano pagamenti diretti al contraente da parte degli utenti finali o della P.A., dando luogo di fatto ad una vera e propria eliminazione del rischio<sup>40</sup> e non consentendo l'utilizzo dello schema concessorio;
- 2) non rientrano nel perimetro applicativo della Direttiva anche gli interventi per i quali sia prevista una garanzia pubblica per il recupero degli investimenti e dei costi a piè di lista;
- 3) d'altra parte, negli stessi settori regolamentati, la previsione di meccanismi compensativi a favore del soggetto privato in caso di cessazione del contratto per cause di forza maggiore o di inadempimento della P.A., non impedisce l'applicazione della Direttiva Concessioni. Una simile fattispecie, a ogni modo, è regolata anche nell'ordinamento italiano, attraverso l'art. 158 del Codice, in base al quale, in caso di risoluzione per inadempimento dell'ente pubblico o di revoca per pubblico interesse, viene corrisposto al concessionario un importo comprensivo del danno emergente e del lucro cessante, stabilendo un differente trattamento a seconda della tempistica dell'evento risolutivo (prima o dopo il completamento dei lavori).

In definitiva, nei casi sopra rappresentati, il fattore discriminante per l'applicazione della Direttiva Concessioni non è rappresentato *tout court* dall'appartenenza a settori regolamentati<sup>41</sup> dell'attività oggetto dell'investimento, bensì dalla presenza di clausole contrattuali che eliminino l'esposizione al rischio operativo, prevedano pagamenti periodici dei costi sostenuti, intervengano tramite il rilascio di garanzie pubbliche ai finanziamenti privati o offrendo all'operatore una remunerazione del privato scollegata dal rischio di mercato.

---

<sup>40</sup> Si pensi ad attività (es.: lo smaltimento rifiuti) finanziate dagli enti pubblici sulla base di un programma di investimenti e costi di gestione integralmente coperti, in cui lo stesso ente pubblico rientra attraverso la tariffazione degli utenti. In questi casi, il privato non si accolla l'onere di interfacciarsi con gli utenti (comprensivo del relativo rischio d'insolvenza) delle loro insolvenze e la certezza dei pagamenti da parte della P.A. che garantiscano la remunerazione degli investimenti, costituisce un ulteriore disincentivo ad ottimizzare ed efficientare la gestione operativa.

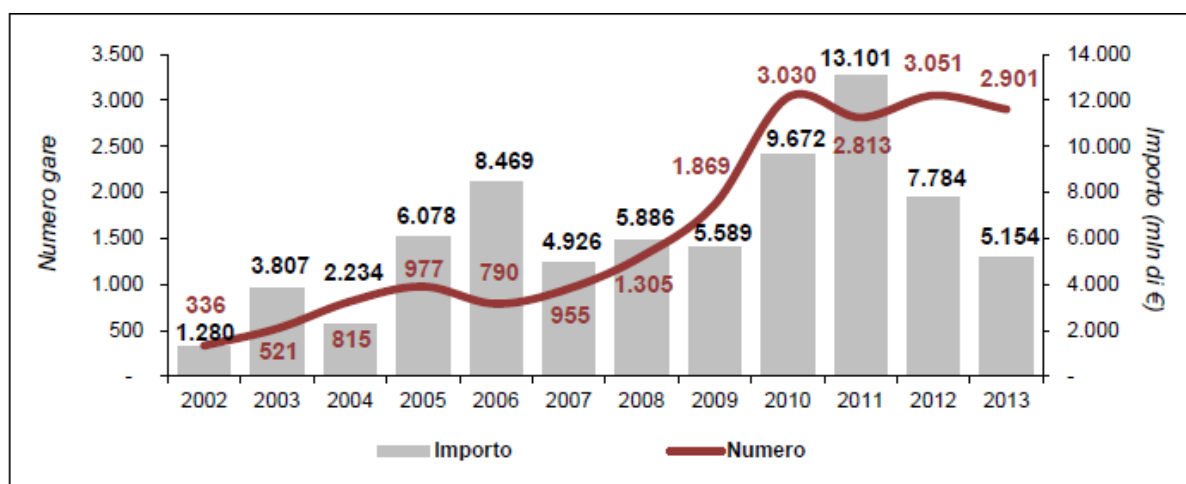
<sup>41</sup> Ad esempio autostrade, energia, gas, trasporto pubblico, ecc., che sono da sempre settori in cui lo schema concessorio trova ampio utilizzo.

## II. IL PPP E IL PROJECT FINANCING PER LA REALIZZAZIONE DI OPERE PUBBLICHE: DATI E ASPETTI PROCEDURALI

### 1. Il Partenariato pubblico privato per la realizzazione di opere pubbliche: la situazione italiana

Il mercato del partenariato pubblico privato (PPP) italiano, in base ai dati dell'Osservatorio Nazionale del PPP realizzato e gestito da Cresme Europa Servizi s.r.l., è rappresentato nel periodo 2002-2014 da circa 22.500 gare, per un valore complessivo di circa 73 miliardi di euro<sup>42</sup>. Per ciò che concerne il numero delle operazioni, invece, dai circa 330 bandi di gara del 2002 si è passati ai quasi 3.000 del 2013, a testimonianza di una maggiore consapevolezza da parte degli enti locali e di una domanda crescente di infrastrutture (e opere pubbliche in generale) da realizzare attraverso il ricorso a capitali privati. A un valore significativo dal punto di vista numerico, che segnala in ogni caso una domanda consistente, fa tuttavia da contraltare un netto calo del valore economico, conseguenza della crisi più generale del Paese, che rende difficile il reperimento di risorse finanziarie attraverso il credito anche alle aziende private.

Tabella 1 - L'evoluzione delle gare di PPP nel periodo 2002-2013



Fonte: "Il Partenariato Pubblico e Privato e l'edilizia sostenibile in Italia nel 2013" – studio promosso da Unioncamere, Dipe-Utfp e Ance e realizzato dal CRESME

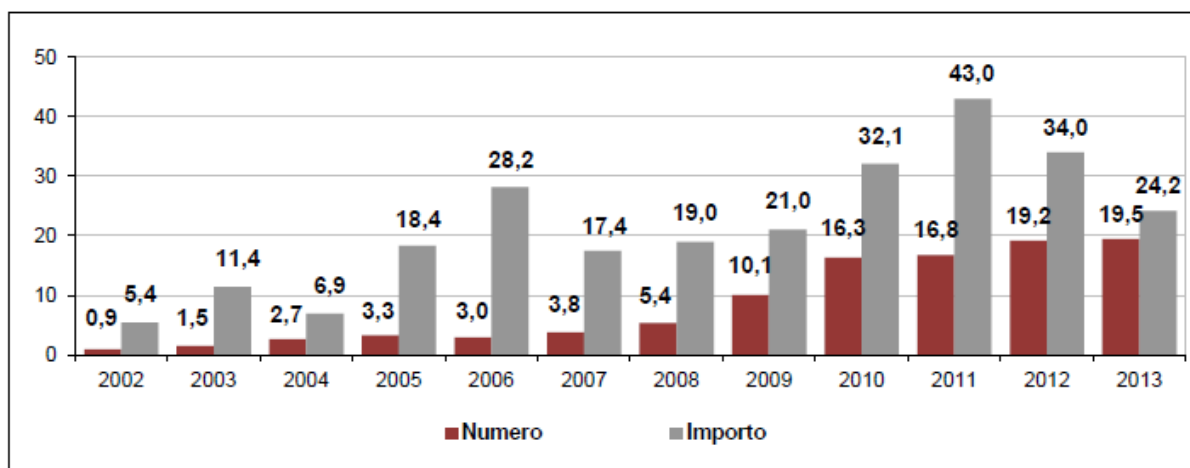
La Tabella conferma come, tra il 2002 ed il 2013, la domanda di opere in PPP abbia conosciuto un trend di forte crescita, spinto, soprattutto negli ultimi anni, dai Comuni ed altri enti locali più in generale<sup>43</sup>. Nel 2014 il numero di bandi ha superato quota 3.000, per un controvalore pari a circa 4,4 miliardi di euro.

Le dinamiche in atto si avvertono anche rispetto al peso del PPP sull'intero mercato delle opere pubbliche, passato nello stesso periodo da quasi l'1% al 19,5% in termini numerici e dal 5,4% al 24,2% in termini di importo.

<sup>42</sup> Dipartimento per la Programmazione e il Coordinamento della Politica Economica - *Il project financing per la realizzazione delle opere pubbliche in Italia. Stato dell'arte, criticità e prospettive. Cosa accade dopo l'aggiudicazione dei contratti di concessioni di lavori: da un'analisi di oltre 1.000 progetti tra il 2002 e il 2014*. Settembre 2015.

<sup>43</sup> Nel periodo di riferimento, sono state indette 19.363 gare di PPP e il valore complessivo del mercato, ovvero l'ammontare degli importi messi in gara, si attesta a quota 73,4 miliardi.

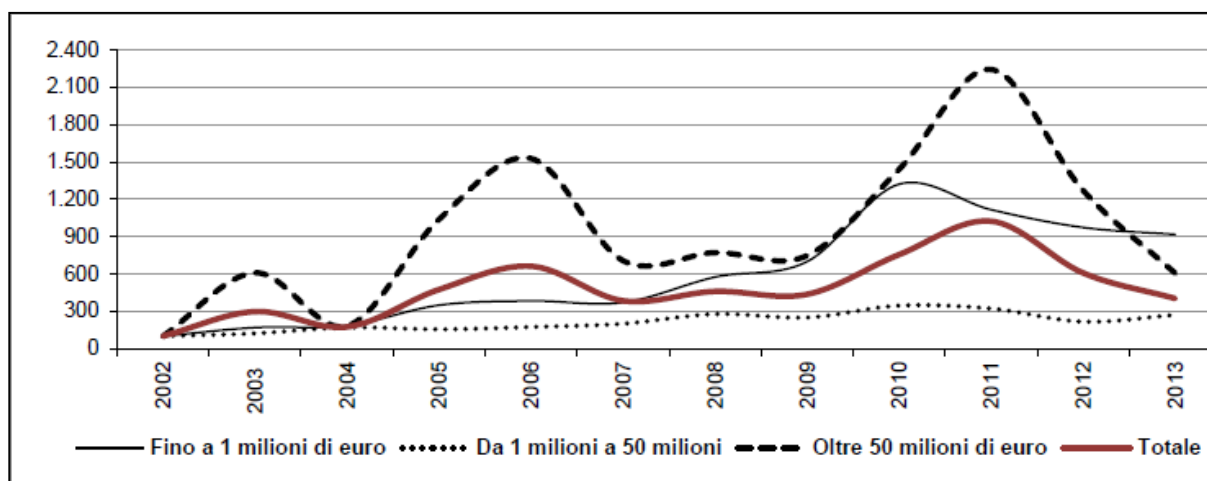
Tabella 2 - Percentuale PPP su OO.PP. nel periodo 2002-2013



Fonte: "Il Partenariato Pubblico e Privato e l'edilizia sostenibile in Italia nel 2013" – studio promosso da Unioncamere, Dipe-Utff e Ance e realizzato dal CRESME

Il dato del 2013, tuttavia, presenta una forte contrazione rispetto ai due anni precedenti: la principale causa di tale flessione degli importi è da rinvenirsi principalmente nel crollo del valore delle grandi opere di importo superiore a 50 milioni di euro (passato da 5,8 a 2,8 miliardi a 2,8, -52%) a fronte della crescita nel numero di iniziative (da 11 gare a 17 gare). Tuttavia, confrontando il dato economico al netto delle opere di importo superiore a 50 milioni, il bilancio economico mostrerebbe un'ulteriore crescita (+21%), come evidenziato dalla tabella seguente.

Tabella 3 - Tipologie dimensionali del PPP: importo delle gare censite nel periodo 2002-2013 per classi di importo



"Il Partenariato Pubblico e Privato e l'edilizia sostenibile in Italia nel 2013" – studio promosso da Unioncamere, Dipe-Utff e Ance e realizzato dal CRESME

Più specificamente, rispetto alla dimensione degli interventi, nel 2013, il 72% delle 1.564 gare di PPP di importo conosciuto ha riguardato interventi di importo fino a 1 milione di euro. Un altro 20% spetta ai progetti di importo fino a 5 milioni di euro e il restante 8% compete ai progetti di maggiore dimensione i quali però generano l'82% del volume d'affari. Il 55% delle gare per il 48% degli importi delle iniziative di importo superiore a 5 milioni, riguarda concessioni di lavori pubblici.

Per ciò che concerne i settori di attività e la tipologia di iniziative, l'indagine conferma quanto sopra evidenziato in relazione alla flessibilità degli strumenti di PPP e alla possibilità della loro applicazione agli investimenti più eterogenei.

Tabella 4 - Macro settori del PPP: numero e importo delle gare censite negli anni 2002, 2005, 2009-2013.

	2002	2005	2009	2010	2011	2012	2013	Totale 2002-2013
<b>GARE</b>								
<b>NUMERO (1)</b>								
Servizi essenziali	117	205	364	830	633	784	574	4.566
Servizi di base	35	38	162	168	188	195	266	1.380
Riqualificazione urbana	184	734	1.343	2.032	1.992	2.072	2.061	13.417
<b>TOTALE</b>	<b>336</b>	<b>977</b>	<b>1.869</b>	<b>3.030</b>	<b>2.813</b>	<b>3.051</b>	<b>2.901</b>	<b>19.363</b>
<i>Incidenza % PPP su OOPP</i>								
Servizi essenziali	1,6	3,6	10,1	20,4	18,0	22,8	21,0	7,8
Servizi di base	0,2	0,3	2,2	2,5	3,0	3,7	5,0	1,2
Riqualificazione urbana	1,4	6,0	17,9	26,6	28,1	28,8	30,0	11,3
<b>TOTALE</b>	<b>0,9</b>	<b>3,3</b>	<b>10,1</b>	<b>16,3</b>	<b>16,8</b>	<b>19,2</b>	<b>19,5</b>	<b>6,6</b>
<b>GARE</b>								
<b>IMPORTO (milioni di euro)</b>								
Servizi essenziali	463	2.993	1.325	4.047	3.780	2.518	2.728	23.507
Servizi di base	350	1.755	3.080	4.721	8.241	4.437	1.206	38.427
Riqualificazione urbana	467	1.331	1.184	904	1.080	830	1.220	12.046
<b>TOTALE</b>	<b>1.280</b>	<b>6.078</b>	<b>5.589</b>	<b>9.672</b>	<b>13.101</b>	<b>7.784</b>	<b>5.154</b>	<b>73.980</b>
<i>Incidenza % PPP su OOPP</i>								
Servizi essenziali	11,7	44,0	26,2	53,1	54,3	41,7	52,8	35,2
Servizi di base	2,8	10,5	21,3	30,4	48,0	40,0	14,3	20,8
Riqualificazione urbana	6,4	13,9	16,7	12,9	17,1	14,4	18,9	13,2
<b>TOTALE</b>	<b>5,4</b>	<b>18,4</b>	<b>21,0</b>	<b>32,1</b>	<b>43,0</b>	<b>34,0</b>	<b>25,7</b>	<b>21,6</b>

Fonte: [www.infopieffe.it](http://www.infopieffe.it) promosso da Unioncamere, Dipe-Utfp e Ance e realizzato dal CRESME

Le gare relative ai servizi essenziali (edilizia cimiteriale, reti energetiche, idriche e per le telecomunicazioni, infrastrutture e servizi per l'igiene urbana) mostrano una consistente flessione (da 784 a 574, con un decremento del 27%) a fronte di una crescita degli importi (da 2,5 a 2,7 miliardi, con un incremento dell'8%). Tali dinamiche sono determinate soprattutto dal settore delle reti<sup>44</sup> che in un anno ha visto un ridimensionamento delle gare di circa un terzo a fronte di un volume d'affari più che raddoppiato (da 676 milioni a quasi 1,4 miliardi).

Per quanto riguarda i servizi di base (trasporti, sanità ed edilizia scolastica e sociale), al contrario di quanto osservato per i servizi essenziali, si registra un significativo aumento del numero di gare (da 195 gare a 266, +36%) a fronte di una rilevante diminuzione degli importi (da 7,8 a 5,2 miliardi, in calo del 73%). Un simile andamento, in relazione al numero, è influenzato prevalentemente dai settori edilizia sanitaria e scolastico-sociale, entrambi in crescita rispetto al 2012, mentre il crollo degli importi è determinato prevalentemente dal mercato delle infrastrutture di trasporto, che nel 2013 ammonta a meno di 500 milioni (valeva 3,8 miliardi nel 2012 e 6,7 nel 2011). In ultimo, in relazione al macro settore della riqualificazione urbana, intesa in senso ampio<sup>45</sup>, si osserva una sostanziale stabilità del numero di iniziative (da 2.072 a 2.061 gare, con una lieve flessione pari allo 0,5%) a fronte di una significativa crescita degli importi (da 830 milioni a 1,2 miliardi, in aumento del 47%). In questo caso, dal punto di vista numerico risultano decisivi il settore commercio e artigianato, mentre la fase espansiva degli importi è trainata dai settori riassetto di comparti urbani, impianti sportivi, beni culturali e turismo. L'eterogeneità dei settori di attività coinvolti nel decennio compreso tra il 2002 e il 2012 è sintetizzata in maniera più specifica e puntuale nella tabella seguente.

Tabella 5 - Numero bandi di gara di PPP pubblicati per settore di attività

	2002	2005	2008	2009	2010	2011	2012	Tot.2002-2012
--	------	------	------	------	------	------	------	---------------

<sup>44</sup> Gas, elettricità, ecc.

<sup>45</sup> Che comprende i settori riassetto di comparti urbani, approdi turistici, arredo urbano e verde pubblico, beni culturali, centri polivalenti, commercio e artigianato, direzionale, impianti sportivi, parcheggi, tempo libero, turismo, altre opere di riqualificazione delle città e del territorio.

NUMERO								
Acqua, gas, energia, telecom	81	121	223	308	773	541	791	3.303
Approdi turistici	4	16	28	31	20	55	38	282
Arredo urbano e verde pubblico	23	410	247	334	626	424	331	3.151
Beni culturali		9	6	5	4	13	8	68
Centri polivalenti	4	8	12	8	12	4	10	88
Cimiteri	28	76	69	53	75	107	93	757
Commercio e artigianato	12	39	145	190	345	388	348	1.684
Direzionale	2	4	2	4	2	8	1	31
Igiene urbana	6	10	5	11	12	14	27	129
Impianti sportivi	48	104	217	416	593	620	797	3.175
Parcheggi	40	57	95	119	120	142	157	999
Riassetto di comparti urbani	26	42	25	40	21	33	29	374
Sanità	24	20	43	68	64	60	84	460
Scolastico e sociale	6	13	70	71	90	102	77	495
Tempo libero	4	5	33	73	120	120	94	485
Trasporti	3	5	18	29	21	33	51	195
Turismo	6	29	56	109	119	124	179	705
Varie	19	22	28	31	55	44	89	397
<b>TOTALE</b>	<b>336</b>	<b>990</b>	<b>1.322</b>	<b>1.900</b>	<b>3.072</b>	<b>2.832</b>	<b>3.204</b>	<b>16.778</b>
IMPORTO (milioni di euro)								
Acqua, gas, energia, telecom.	324	2.775	1.263	991	3.957	3.562	941	17.125
Approdi turistici	0	95	137	87	12	146	264	1.336
Arredo urbano e verde pubblico	4	98	52	81	250	116	44	849
Beni culturali	0	6	2	0	49	10	6	81
Centri polivalenti	2	47	18	1	20	1	2	264
Cimiteri	91	145	167	86	103	177	305	1.714
Commercio e artigianato	48	27	94	76	101	120	146	962
Direzionale	5	117	2	283	8	203	3	754
Igiene urbana	40	81	29	258	113	101	1.708	2.591
Impianti sportivi	128	123	202	223	173	194	143	1.840
Parcheggi	162	349	194	170	138	124	269	2.384
Riassetto di comparti urbani	92	426	136	267	103	107	86	1.872
Sanità	263	393	343	605	500	1.248	575	6.208
Scolastico e sociale	47	101	178	132	173	260	101	1.230
Tempo libero	2	3	25	70	34	35	25	411
Trasporti	39	1.269	3.004	2.424	4.079	6.769	3.848	30.188
Turismo	8	29	19	31	27	12	38	211
Varie	36	61	85	121	85	104	178	987
<b>TOTALE</b>	<b>1.292</b>	<b>6.146</b>	<b>5.951</b>	<b>5.907</b>	<b>9.924</b>	<b>13.288</b>	<b>8.682</b>	<b>71.008</b>

## 2. Le operazioni in Project Financing e gli strumenti di programmazione

Il Project Financing consiste nel finanziamento di un progetto in grado di generare, nella fase di gestione, flussi di cassa sufficienti a rimborsare il debito contratto per la sua realizzazione e remunerare il capitale di rischio. Si tratta, quindi, di una modalità di finanziamento strutturato utilizzata anche per alcune operazioni di PPP<sup>46</sup>. Nelle more dell'approvazione definitiva del nuovo impianto normativo, per ciò che riguarda gli aspetti procedurali, a norma dell'art. 153, comma 1 del

<sup>46</sup> Si veda la succitata Determinazione ANAC n. 10/2015, nella quale l'Autorità afferma che le distinzioni tra Project Financing e PPP sono teoricamente chiare: il primo attiene al finanziamento di un'opera o di un progetto, il secondo alle modalità di collaborazione tra pubblico e privato; tuttavia, per come è strutturato il Codice, che all'art. 153 disciplina il Project Financing quale forma di affidamento di una concessione alternativa a quella di cui all'art. 143, i due istituti tendono spesso a sovrapporsi, rischiando di creare anche confusione tra gli operatori economici.

---

Codice, le amministrazioni aggiudicatrici possono affidare lavori pubblici o lavori di pubblica utilità mediante lo strumento del *Project Financing* (PF), in alternativa all'affidamento mediante concessione ex art. 143, purché tali lavori siano inseriti nella programmazione triennale e nell'elenco annuale di cui all'art. 128, ovvero negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrice sulla base della normativa vigente e purché siano finanziabili in tutto o in parte con capitali privati. La fase di programmazione, con cui le PP.AA. identificano e quantificano i propri bisogni, in conformità agli obiettivi assunti dalle stesse come prioritari, assume di conseguenza una notevole importanza ai fini della possibilità di poter ricorrere allo strumento del Project Financing per il soddisfacimento di tali bisogni. Infatti, già nella fase di programmazione le amministrazioni aggiudicatrici sono tenute a individuare e indicare le esigenze che possono essere soddisfatte tramite la realizzazione di lavori finanziabili con capitali privati, in quanto suscettibili di gestione economica. Tale obbligo incide anche sulla possibilità che un privato, laddove un'opera non sia contemplata negli strumenti di programmazione e, tuttavia, risulti meritevole di una dichiarazione di pubblico interesse, presenti una proposta con le modalità che saranno esaminate di seguito (*infra*).

Ai sensi dell'art. 128, comma 1 del Codice, l'attività di realizzazione di lavori di importo superiore a 100.000 euro *"si svolge sulla base di un programma triennale e di suoi aggiornamenti annuali che le amministrazioni aggiudicatrici predispongono e approvano, nel rispetto dei documenti programmatori, già previsti dalla normativa vigente, e della normativa urbanistica, unitamente all'elenco dei lavori da realizzare nell'anno stesso"*. L'art. 13, comma 1 del D.P.R. 207/2010, precisa che il programma triennale deve essere redatto dall'amministrazione ogni anno, aggiornando quello precedentemente approvato, per i lavori da eseguire nel triennio successivo. Il programma indica, altresì, *"per tipologia e in relazione alle specifiche categorie degli interventi, le loro finalità, i risultati attesi, le priorità, le localizzazioni, le problematiche di ordine ambientale, paesistico ed urbanistico-territoriale, le relazioni con piani di assetto territoriale o di settore, le risorse disponibili, la stima dei costi e dei tempi di attuazione"*. Lo schema di programma triennale e i suoi aggiornamenti annuali sono resi pubblici, prima della loro approvazione, mediante affissione nella sede delle amministrazioni aggiudicatrici per almeno sessanta giorni consecutivi ed eventualmente mediante pubblicazione sul profilo di committente della stazione appaltante (art. 128 comma 2 del Codice). Tale previsione si rivela fondamentale soprattutto in riferimento alle opere suscettibili di realizzazione in Project Financing, nelle quali viene richiesto l'intervento del capitale privato per la costruzione e la gestione delle opere, al fine di *"informare"* preventivamente il mercato e il territorio circa le intenzioni delle amministrazioni aggiudicatrici. L'adozione dei programmi triennali e degli elenchi annuali dei lavori avviene, in ogni caso, sulla base di schemi tipo - approvati con decreto dal Ministero delle infrastrutture - che contengono indicazioni su disponibilità di risorse e copertura finanziaria da ripartirsi per categorie e tipologie di intervento.

L'art. 52, comma 1, lettera c) del D.L. 1/2012<sup>47</sup> ha modificato il comma 6 dell'art. 128 del Codice, il quale attualmente prevede che *"L'inclusione di un lavoro nell'elenco annuale è subordinata, per i lavori di importo inferiore a 1.000.000 di euro, alla previa approvazione almeno di uno studio di fattibilità e, per i lavori di importo pari o superiore a 1.000.000 di euro, alla previa approvazione almeno della progettazione preliminare, redatta ai sensi dell'art. 93, salvo che per i lavori di manutenzione, per i quali è sufficiente l'indicazione degli interventi accompagnata dalla stima sommaria dei costi, nonché per i lavori di cui all'art. 153 per i quali è sufficiente lo studio di fattibilità"*. Il comma 2-bis dell'art. 153 del Codice, compresa l'importanza di porre a base del progetto un articolato e dettagliato studio di fattibilità, ha potenziato lo strumento, affidandone la redazione al personale interno all'amministrazione solo a condizione che possieda i necessari requisiti soggettivi di competenza tecnica per la sua predisposizione, altrimenti, in mancanza di adeguate professionalità, a soggetti esterni<sup>48</sup>.

### 3. Lo studio di fattibilità

Lo studio di fattibilità, oltre ad essere uno strumento attuativo del programma triennale, come previsto dall'art. 128 del Codice<sup>49</sup>, costituisce l'elaborato da porre a base di gara nei procedimenti a iniziativa pubblica di cui all'art. 153 del Codice.

---

<sup>47</sup> Convertito dalla Legge 24 marzo 2012, n. 27.

<sup>48</sup> Per le modalità di selezione dei progettisti esterni si rimanda a quanto contenuto nella Determinazione 7 luglio 2010, n. 5, «Linee guida per l'affidamento dei servizi attinenti all'architettura ed all'ingegneria», attualmente in fase di revisione a seguito di consultazione pubblica, conclusa il 15 settembre 2014.

<sup>49</sup> L'art. 21 della bozza di decreto che contiene il nuovo Codice, parla di "progetto di fattibilità tecnica ed economica".

---

Appare evidente, quindi, il ruolo sostanziale che viene ad assumere tale documento e la necessità di individuarne chiaramente i contenuti minimi essenziali, in relazione alla duplice funzione ad esso assegnata. A tal proposito, l'art. 14, comma 1 del Regolamento, contenente disposizioni di carattere generale, prevede che lo studio di fattibilità si componga di una relazione illustrativa contenente:

- a. le caratteristiche funzionali, tecniche, gestionali, economico-finanziarie dei lavori da realizzare;
- b. l'analisi delle possibili alternative rispetto alla soluzione realizzativa individuata;
- c. la verifica della possibilità di realizzazione mediante i contratti di partenariato pubblico/privato di cui all'art. 3, comma 15-ter, del Codice;
- d. l'analisi dello stato di fatto, nelle sue eventuali componenti architettoniche, geologiche, socio-economiche, amministrative;
- e. la descrizione, ai fini della valutazione preventiva della sostenibilità ambientale e della compatibilità paesaggistica dell'intervento, dei requisiti dell'opera da progettare, delle caratteristiche e dei collegamenti con il contesto nel quale l'intervento si inserisce, con particolare riferimento alla verifica dei vincoli ambientali, storici, archeologici, paesaggistici interferenti sulle aree o sugli immobili interessati dall'intervento, nonché l'individuazione delle misure idonee a salvaguardare la tutela ambientale e i valori culturali e paesaggistici.

Il secondo comma della norma in questione prende specificamente in considerazione l'ipotesi in cui lo studio di fattibilità sia posto a base di gara ai sensi degli artt. 58 e 153 del Codice, dettando disposizioni di carattere puntuale. In questo caso, lo studio si compone infatti dei seguenti elaborati:

- a. relazione illustrativa generale, in cui devono essere illustrate le ragioni che spingono l'amministrazione alla realizzazione di un determinato progetto ovvero i bisogni che si intende soddisfare, attraverso, tra l'altro, un'analisi della domanda e dell'offerta dei servizi sottesi all'intervento;
- b. relazione tecnica, che deve contenere un'analisi del territorio e del contesto socio-economico in cui si inserisce l'intervento e l'impatto ambientale dello stesso;
- c. elaborati progettuali stabiliti dal responsabile del procedimento tra quelli previsti dall'art. 21;
- d. elaborato tecnico-economico, contenente gli elementi essenziali per la valutazione della sostenibilità economico-finanziaria dell'opera e per la scelta di ricorrere a forme di partenariato con i privati.

Ciascuno dei documenti individuati, da porre a base di gara, si compone a propria volta di ulteriori elementi di dettaglio analiticamente elencati dalla stessa norma. Si precisa che la disciplina in questione non prevede distinzioni in merito al contenuto dello studio di fattibilità per dimensioni del progetto e, pertanto, qualunque studio di fattibilità da porre a base di gara deve necessariamente contenere tutti gli elementi indicati nel citato comma 2, indipendentemente dal valore dell'opera. Particolare importanza rappresenta per la struttura stessa del Project Financing, il documento definito "elementi essenziali dello schema di contratto", che andrà inserito tra gli elaborati tecnici dello studio di fattibilità, in quanto destinato a regolare i rapporti di lungo periodo tra tutti i soggetti partecipanti. La conoscenza dei principali diritti e obblighi del rapporto concessionario, già in fase di gara, permette, infatti, di formulare con maggior cognizione la propria offerta (*infra*).

#### **4. Le procedure di gara**

In relazione agli aspetti procedurali, l'art. 153 del Codice è stato fortemente modificato rispetto alla sua versione originaria, soprattutto ad opera del cosiddetto "Terzo correttivo", contenuto nel D.Lgs. 152/2008, che ha sostanzialmente delineato quattro tipi di procedure di finanza di progetto, in attesa ovviamente delle ulteriori revisioni normative conseguenti al recepimento delle succitate Direttive europee e all'iter di approvazione del nuovo Codice.



#### 4.1. La procedura a gara unica a iniziativa pubblica (commi 1 – 14)

Nella procedura a gara unica, disciplinata dai commi 1-14 dell'art. 153 del Codice, la stazione appaltante pubblica un bando di gara, ponendo alla base dello stesso uno studio di fattibilità<sup>50</sup> redatto dalla stessa Amministrazione o da soggetti esterni affidatari dell'incarico qualora, come sopra rilevato, ricorrano i presupposti di cui al comma 2-bis dell'art. 153 (carenza in organico di personale idoneamente qualificato). Le offerte dei partecipanti devono contenere:

- un progetto preliminare<sup>51</sup>;
- una bozza di convenzione;
- un piano economico-finanziario (PEF) asseverato da un istituto di credito o da società di servizi costituite dall'istituto di credito stesso ed iscritte nell'elenco generale degli intermediari finanziari, ai sensi dell'art. 106 del D.Lgs. 385/1993 (TUB)<sup>52</sup>, o da una società di revisione ai sensi dell'art. 1 della L. 1966/1939;
- la specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione.

Le offerte, inoltre, devono dare conto del preliminare coinvolgimento di uno o più istituti finanziatori nel progetto. L'amministrazione aggiudicatrice prende, quindi, in esame le offerte pervenute e redige una graduatoria secondo il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa (ex art. 83 del Codice), nominando promotore il soggetto che ha presentato la migliore offerta. La nomina del promotore, come obbligatoriamente specificato dal bando di gara, può aver luogo anche in presenza di una sola offerta. Il progetto preliminare presentato dal promotore è posto in approvazione, sottoponendolo a conferenza di servizi, ex artt. 14-bis e seguenti della L. 241/1990. Quando il progetto non necessita di modifiche progettuali, l'amministrazione aggiudicatrice procede direttamente alla stipula del contratto di concessione, altrimenti richiede al promotore di procedere alle modifiche eventualmente intervenute in fase di approvazione del progetto. Qualora le modifiche proposte non siano accettate dal promotore, la stazione appaltante ha facoltà di richiedere progressivamente ai concorrenti successivi in graduatoria la disponibilità a stipulare il contratto di concessione, previa modifica del progetto preliminare del promotore, l'eventuale adeguamento del piano economico-finanziario nonché lo svolgimento di tutti gli adempimenti di legge. Nel caso in cui risulti aggiudicatario della concessione un soggetto diverso dal promotore, quest'ultimo avrà diritto al pagamento, a carico dell'aggiudicatario finale, dell'importo delle spese sostenute per la predisposizione dell'offerta, comprensivo anche dei diritti sulle opere dell'ingegno di cui all'art. 2578 del codice civile, in misura non superiore al 2,5% del valore dell'investimento, come desumibile dallo studio di fattibilità posto a base di gara.

A proposito della necessità di un preliminare coinvolgimento degli istituti finanziatori nel progetto, l'art. 144 del Codice, al comma 3-ter (recentemente inserito ad opera del D.L. 69/2013), opportunamente precisa che *"il bando può prevedere che l'offerta sia corredata dalla dichiarazione sottoscritta da uno o più istituti finanziatori di manifestazione di interesse a finanziare l'operazione, anche in considerazione dei contenuti dello schema di contratto e del piano economico-finanziario"*. Tale norma, finalizzata ad agevolare la possibilità di sovvenzionare le opere realizzate in PF, ha inizialmente suscitato non poche perplessità in ordine alla vincolatività dell'obbligo, posto che si lascia comunque ampia discrezionalità all'amministrazione aggiudicatrice sulla scelta di inserire o meno nel bando tale clausola e, anche qualora il bando preveda che l'offerta sia corredata da una dichiarazione bancaria, tale obbligo non potrà in ogni caso spingersi sino a richiedere che l'istituto finanziatore si impegni in maniera vincolante a finanziare l'opera. A tentare di fare chiarezza è intervenuta la L. n. 98/2013 che, modificando il comma 3-quater dell'art. 144, ha introdotto la possibilità di prevedere nel bando la risoluzione del rapporto in caso di mancata sottoscrizione del contratto di finanziamento o in mancanza della sottoscrizione o del collocamento delle obbligazioni di progetto di cui all'art. 157, entro un congruo termine. A fronte di tale risoluzione, il concessionario non avrà diritto ad alcun rimborso delle spese sostenute, ivi incluse quelle relative alla progettazione.

<sup>50</sup> L'art. 183, comma 1, della bozza del nuovo Codice parla di "progetto di fattibilità", che dovrebbe racchiudere le caratteristiche dell'attuale studio di fattibilità e del progetto preliminare.

<sup>51</sup> Nella nuova versione del Codice, il livello progettuale dovrebbe essere quello definitivo.

<sup>52</sup> Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia.



#### 4.2. La procedura a doppia gara (comma 15)<sup>53</sup>

Il comma 15 dell'art. 153 del Codice prevede che l'amministrazione aggiudicatrice, in alternativa a quanto previsto dal comma 3, lettere a) e b) del medesimo articolo, successivamente all'approvazione del progetto preliminare, possa pubblicare un bando ponendo a base di gara il progetto preliminare approvato e il piano economico-finanziario eventualmente adeguato a seguito delle modifiche apportate al progetto in sede di approvazione. Ove non siano state presentate offerte, il contratto è aggiudicato al promotore; nel caso in cui siano state presentate una o più offerte, il promotore, entro 45 giorni dalla comunicazione della stazione appaltante, può adeguare la propria proposta a quella del migliore offerente, aggiudicandosi il contratto; in questo caso, l'amministrazione aggiudicatrice rimborsa al vincitore, a spese del promotore, i costi sostenuti per la partecipazione alla gara, nella misura massima di cui al comma 9, terzo periodo, dell'art. 153. Nel caso in cui il promotore non adegui nei termini previsti la propria proposta a quella del miglior offerente individuato in gara, quest'ultimo risulterà aggiudicatario del contratto e l'amministrazione aggiudicatrice rimborsa al promotore, a spese dell'aggiudicatario, i costi sostenuti per la predisposizione dell'offerta, nella misura massima del 2,5%. I partecipanti alla seconda procedura devono presentare un'offerta consistente in proposte di miglioramento di tipo tecnico-economico del progetto preliminare e della convenzione, nonché un piano economico-finanziario che tenga conto delle modifiche richieste in sede di offerta. La norma non chiarisce se alla seconda gara debba partecipare anche il promotore. Tuttavia, avendo quest'ultimo già effettuato la propria offerta, sembrerebbe superfluo richiedere una nuova presentazione del progetto, anche in considerazione del fatto che, nel caso non pervengano altre offerte, il promotore rimarrebbe aggiudicatario del progetto già presentato<sup>54</sup>.

#### 4.3. L'iniziativa dei privati in caso di inerzia delle amministrazioni (commi 16-18)<sup>55</sup>

Il comma 16 dell'art. 153 del Codice consente il ricorso alla procedura in Project Financing in relazione ai lavori inseriti nell'elenco annuale di cui all'art. 128 del Codice, per i quali l'amministrazione non abbia proceduto alla pubblicazione dei relativi bandi entro sei mesi. In tale ipotesi, entro quattro mesi da tale termine, ai privati in possesso dei requisiti del concessionario (*infra*), è consentito presentare una proposta che abbia il contenuto e i requisiti dell'offerta di cui al comma 9 dell'art. 153 del Codice. Entro sessanta giorni dal termine per l'eventuale presentazione delle proposte da parte dei privati (ovvero dieci mesi dalla pubblicazione dell'elenco annuale), anche qualora sia pervenuta una sola proposta, le amministrazioni aggiudicatrici provvedono a pubblicare un avviso contenente i criteri in base ai quali si procede alla valutazione delle stesse, con le modalità di cui all'art. 66 o 122. Le eventuali proposte rielaborate e ripresentate alla luce dei suddetti criteri, nonché le nuove proposte, sono presentate entro 90 giorni dalla pubblicazione di detto avviso. Quindi, entro sei mesi dalla chiusura del bando, l'amministrazione aggiudicatrice esamina le proposte pervenute, unitamente alle proposte già presentate e non rielaborate e, verificato preliminarmente il possesso dei requisiti del proponente, procede nel modo seguente:

- a) se il progetto preliminare necessita di modifiche, qualora ricorrano le condizioni di cui all'art. 58, comma 2, indice un dialogo competitivo ponendo a base di esso il progetto preliminare e la proposta;
- b) se il progetto preliminare non necessita di modifiche, previa approvazione del progetto preliminare presentato dal promotore, bandisce una concessione ai sensi dell'art. 143, ponendo lo stesso progetto a base di gara ed invitando alla gara il promotore;
- c) se il progetto preliminare non necessita di modifiche, previa approvazione del progetto preliminare presentato dal promotore, procede ai sensi del comma 15, lettere c), d), e), f), ponendo lo stesso progetto a base di gara e invitando alla gara il promotore.

E' da notare che soltanto per le procedure sub b) e sub c), ovvero per quelle in cui non sono necessarie modifiche al progetto preliminare, il promotore gode del diritto di prelazione.

<sup>53</sup> La bozza di decreto relativa al nuovo Codice Concessioni e Appalti, in attesa di completare l'iter di approvazione, non contiene tale procedura.

<sup>54</sup> Sul punto, tuttavia, la citata Determinazione ANAC, sembra essere di diverso avviso.

<sup>55</sup> La bozza di decreto relativa al nuovo Codice Concessioni e Appalti, in attesa di completare l'iter di approvazione, non contiene tale procedura.

#### 4.4. La procedura monofase a iniziativa dei privati (comma 19)

Gli operatori economici possono presentare alle amministrazioni aggiudicatrici anche proposte relative alla realizzazione di lavori o lavori di pubblica utilità, inclusa la locazione finanziaria, non presenti nel piano triennale o negli strumenti di programmazione approvati dalle stesse sulla base della normativa vigente. Ai sensi del comma 21 dell'art. 153 del Codice, gli operatori economici che possono presentare tali proposte sono:

- a. i soggetti in possesso dei requisiti del concessionario di cui al comma 8 dell'art. 153;
- b. i soggetti di cui all'art. 34 e all'art. 90, comma 2, lettera b) del Codice, eventualmente associati o consorziati con enti finanziatori e con gestori di servizi;
- c. i soggetti che svolgono in via professionale attività finanziaria, assicurativa, tecnico-operativa, di consulenza e di gestione nel campo dei lavori pubblici o di pubblica utilità e dei servizi alla collettività, che nei tre anni hanno partecipato in modo significativo alla realizzazione di interventi di natura ed importo almeno pari a quello oggetto della proposta (art. 96 del Regolamento).

La proposta, anche in questo caso, deve contenere un progetto preliminare<sup>56</sup>, una bozza di convenzione, il piano economico-finanziario asseverato e la specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione e deve essere corredata dalle autodichiarazioni relative al possesso dei requisiti di cui al comma 21, dalla cauzione di cui all'art. 75 (*infra*), e dall'impegno a prestare una cauzione nella misura dell'importo di cui al comma 9, terzo periodo, nel caso di indizione di gara. L'amministrazione aggiudicatrice, entro 90 giorni, valuta il pubblico interesse della proposta e, a tal fine, può invitare il proponente ad apportare al progetto preliminare le modifiche necessarie per la sua approvazione. Se il proponente non adotta le modifiche richieste, la proposta non può essere valutata di pubblico interesse. Il progetto preliminare, eventualmente modificato, è quindi inserito nella programmazione triennale di cui all'art. 128 del Codice ed è posto in approvazione con le modalità indicate all'art. 97. Il progetto preliminare approvato è posto a base di gara per l'affidamento di una concessione, alla quale è invitato il proponente, che assume la denominazione di promotore. Nel bando, l'amministrazione aggiudicatrice deve specificare che quest'ultimo può esercitare il diritto di prelazione. I concorrenti, in possesso dei requisiti del concessionario, devono presentare un'offerta contenente una bozza di convenzione, il piano economico-finanziario asseverato, la specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione, nonché le eventuali varianti al progetto preliminare, oltre alle garanzie richieste dal comma 13 dell'art. 153. Se, al termine della valutazione, il promotore non è risultato aggiudicatario della gara, entro 15 giorni dalla comunicazione dell'aggiudicazione definitiva può esercitare il diritto di prelazione, allineando la propria offerta a quella dell'aggiudicatario e versando a quest'ultimo l'importo delle spese per la predisposizione dell'offerta (nel limite massimo del 2,5% del valore dell'investimento). Se, tuttavia, il promotore non esercita il diritto di prelazione, sarà lui ad avere diritto di ricevere dall'aggiudicatario il rimborso degli oneri sostenuti per la predisposizione della proposta.

#### 5. I requisiti di partecipazione

Per quanto riguarda i requisiti di partecipazione a gare per l'aggiudicazione di contratti di PPP, l'art. 153, comma 8 del Codice richiede che i soggetti che intendano presentare offerte siano in possesso dei requisiti previsti dal Regolamento per il concessionario, anche associando o consorziando altri operatori, o ricorrendo all'istituto dell'avvalimento (ex art. 49), fatti salvi i requisiti di ordine generale (c.d. "di moralità") di cui all'art. 38. L'art. 95 del Regolamento contiene la disciplina relativa alla partecipazione, stabilendo che, diversamente da quanto avviene per il caso in cui il concessionario non esegua lavori, il concessionario che voglia eseguire i lavori previsti nella concessione debba disporre delle qualifiche previste dall'art. 40 del Codice, nonché dall'art. 79, comma 7, del Regolamento, che prevede l'obbligo di qualificazione per i concessionari per progettazione e costruzione. In ogni caso, il concessionario dovrà essere in possesso dei seguenti ulteriori requisiti economico-finanziari e tecnico-organizzativi:

<sup>56</sup> Nella nuova versione del Codice, la proposta contiene il "progetto di fattibilità" (art. 183, comma 15).

- a) fatturato medio relativo alle attività svolte negli ultimi 5 anni antecedenti alla pubblicazione del bando non inferiore al 10% del valore dell'investimento previsto;
- b) capitale sociale non inferiore a un ventesimo dell'investimento previsto<sup>57</sup>;
- c) svolgimento negli ultimi cinque anni di servizi affini a quelli previsti dall'intervento per un importo medio non inferiore al 5% del valore dell'investimento;
- d) svolgimento negli ultimi cinque anni di almeno un servizio affine a quello previsto dall'intervento per un importo medio pari ad almeno il 2% del valore dell'investimento.

Il comma 2 dell'art. 95 prevede che, in alternativa ai requisiti previsti alle lettere c) e d), il concessionario può incrementare i requisiti previsti alle lettere a) e b), nella misura fissata dal bando di gara, comunque compresa fra 1,5 e 3 volte. È evidente che il valore prescelto, all'interno di tale soglia, agirà concretamente come uno strumento in grado di ampliare o restringere la platea dei potenziali soggetti partecipanti alla gara. Nel caso di RTI o consorzi, i requisiti di cui alle lettere a)-d) devono essere posseduti cumulativamente da ciascuno dei componenti del raggruppamento o del consorzio e ognuno di loro dovrà possederne una quota non inferiore al 10%, fermo restando che, ai sensi del comma 5 dell'art. 95, *"qualora, ai sensi dell'art. 153 del codice, sia necessario apportare modifiche al progetto presentato dal promotore ai fini dell'approvazione dello stesso, il promotore, ovvero i concorrenti successivi in graduatoria che accettano di apportare le modifiche, devono comunque possedere, anche associando o consorziando altri soggetti, gli eventuali ulteriori requisiti, rispetto a quelli previsti dal bando di gara, necessari per l'esecuzione del progetto"*. Nel caso in cui non disponga dei requisiti richiesti, un operatore economico che voglia partecipare a una procedura per l'aggiudicazione di una concessione può comunque fare ricorso all'istituto dell'avvalimento, ex art. 49 del Codice, soddisfacendo la richiesta relativa agli elementi "di carattere economico, finanziario, tecnico, organizzativo, ovvero di attestazione della certificazione SOA" avvalendosi dei requisiti di un'altra impresa ("ausiliaria")<sup>58</sup>.

## 6. Le garanzie

Come in precedenza accennato, l'art. 153, comma 13, del Codice prevede che le offerte siano corredate, in fase di gara, dalla garanzia provvisoria di cui all'art. 75 (pari al 2% del "*prezzo base indicato nel bando o nell'invito*") che copre la mancata sottoscrizione del contratto per fatto imputabile all'aggiudicatario. Si tratta, ovviamente, dell'ipotesi di mancata sottoscrizione del contratto nel caso in cui la proposta non necessiti di modifiche e il promotore ne rifiuti la stipula. Viceversa, nel caso di modifiche progettuali, la procedura prevede espressamente la facoltà del promotore di non accettare l'aggiudicazione del contratto e quindi, qualora questi se ne avvalga, l'amministrazione aggiudicatrice non è legittimata a escutere la garanzia. L'offerta deve essere corredata da un'ulteriore cauzione, pari al 2,5% del valore dell'investimento, destinata a compensare il promotore nel caso in cui non acconsenta ad apportare le modifiche richieste dall'amministrazione nella fase di approvazione del progetto. In seguito all'aggiudicazione, l'esecutore del contratto è obbligato a costituire una garanzia fideiussoria del 10% dell'importo contrattuale, in base al disposto dell'art. 113 del Codice. L'importo di entrambe le cauzioni può essere ridotto della metà nel caso in cui all'operatore economico sia stata rilasciata, da organismi accreditati, la certificazione del sistema di qualità conforme alle norme europee della serie UNI CEI ISO 9000. È, inoltre, espressamente richiesto un impegno a prestare, al momento di inizio della gestione dell'opera, una garanzia pari al 10% del costo annuo operativo di esercizio, al fine di garantire l'esatto adempimento di tutti gli obblighi contrattuali previsti in convenzione<sup>59</sup>. Gli adempimenti relativi al rilascio delle garanzie possono essere soddisfatti attraverso la produzione di una cauzione (in contanti o in titoli del debito pubblico garantiti dallo Stato) a titolo di pegno a favore dell'amministrazione aggiudicatrice ovvero di una fideiussione (bancaria o assicurativa) rilasciata dagli intermediari iscritti nell'albo di cui all'art. 106 del Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, che svolgono in via esclusiva o

<sup>57</sup> Tale requisito può essere dimostrato anche attraverso il valore del patrimonio netto.

<sup>58</sup> La norma, al comma 8, specifica opportunamente in relazione a ciascuna gara non è consentito che della stessa impresa ausiliaria si avvalga più di un concorrente, ovvero che partecipino sia l'impresa ausiliaria che quella che si avvale dei requisiti.

<sup>59</sup> La mancata presentazione di questa garanzia costituisce, per espressa previsione normativa, grave inadempimento contrattuale e può comportare la revoca dell'aggiudicazione.

---

prevalente attività di rilascio di garanzie e che sono sottoposti a revisione contabile da parte di una società di revisione iscritta nell'albo previsto dall'art. 161 del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58<sup>60</sup>.

## 7. La convenzione: elementi obbligatori e accessori

Lo studio di fattibilità da porre a base di gara nelle procedure di Project Financing promosse a iniziativa pubblica, deve contenere anche gli elementi essenziali dello schema di contratto, come previsto dall'art. 14, comma 2, lettera d), numero 5 del Regolamento. Sulla base di tale schema, gli offerenti dovranno redigere la bozza di convenzione che, assieme al progetto preliminare e al piano economico-finanziario, costituisce la struttura essenziale di ogni operazione di PF (anche a iniziativa privata). L'art. 115 del Regolamento contiene un'elencazione degli elementi minimi indispensabili che un contratto di concessione deve contenere; in particolare, lo schema di contratto deve indicare:

- a. le condizioni relative all'elaborazione da parte del concessionario del progetto dei lavori da realizzare e le modalità di approvazione da parte dell'amministrazione aggiudicatrice;
- b. le caratteristiche funzionali, impiantistiche, tecniche e architettoniche dell'opera e lo standard dei servizi richiesto;
- c. i poteri riservati all'amministrazione aggiudicatrice, ivi compresi i criteri per la vigilanza sui lavori da parte del responsabile del procedimento;
- d. la specificazione della quota annuale di ammortamento degli investimenti;
- e. l'eventuale limite minimo dei lavori da appaltare obbligatoriamente a terzi secondo quanto previsto nel bando o indicato in sede di offerta;
- f. le procedure di collaudo;
- g. le modalità ed i termini per la manutenzione e per la gestione dell'opera realizzata, nonché i poteri di controllo del concedente sulla gestione stessa;
- h. le penali per le inadempienze del concessionario, nonché le ipotesi di decadenza della concessione e la procedura della relativa dichiarazione;
- i. le modalità di corresponsione dell'eventuale prezzo, secondo quanto previsto dall'art. 143, comma 5, del Codice;
- j. i criteri per la determinazione e l'adeguamento della tariffa che il concessionario potrà riscuotere dall'utenza per i servizi prestati;
- k. l'obbligo per il concessionario di acquisire tutte le approvazioni necessarie oltre quelle già ottenute in sede di approvazione del progetto;
- l. le modalità ed i termini di adempimento da parte del concessionario degli eventuali oneri di concessione, comprendenti la corresponsione di canoni o prestazioni di natura diversa;
- m. le garanzie assicurative richieste per le attività di progettazione, costruzione e gestione;
- n. le modalità, i termini e gli eventuali oneri relativi alla consegna del lavoro all'amministrazione aggiudicatrice al termine della concessione;
- o. nel caso di cui all'art. 143, comma 5, del codice, le modalità dell'eventuale immissione in possesso dell'immobile anteriormente al collaudo dell'opera;
- p. il piano economico-finanziario di copertura degli investimenti e della connessa gestione temporale per tutto l'arco temporale prescelto;
- q. l'eventuale corrispettivo per il valore residuo dell'investimento non ammortizzato al termine della concessione.

---

<sup>60</sup> La garanzia ex art. 113 può essere rilasciata solo tramite fideiussione.

---

Al di là degli elementi essenziali di ogni schema di contratto di concessione, sopra elencati, la bozza di convenzione che forma oggetto di proposta in una procedura in Project Financing contiene numerosi altri elementi che, assieme ai primi, sono in grado di delineare al meglio i contorni dell'intera procedura. La bozza di convenzione dovrebbe innanzitutto richiamare nelle premesse il procedimento e gli atti amministrativi che fungono da presupposto alla stipula del contratto definitivo tra l'Amministrazione concedente ed il privato concessionario, nonché, per espressa previsione normativa posta dall'art. 143, comma 8 del Codice, le condizioni e i presupposti che determinano l'equilibrio economico-finanziario della concessione. Inoltre, nelle premesse andrà specificato che le stesse e gli allegati ivi richiamati costituiscono parte integrante ed essenziale del contratto di concessione, il quale dovrebbe altresì fornire le definizioni e una spiegazione dei termini più importanti e maggiormente ricorrenti nel testo, in modo da semplificare o abbreviare espressioni di uso frequente, esplicitare termini tecnici economico-finanziari e chiarire concetti suscettibili di diverse interpretazioni.

Ulteriore elemento da indicare è la durata della concessione che, tenuto conto delle previsioni di cui all'art. 143 del Codice dei contratti pubblici, dovrà essere stabilita prestando particolare attenzione all'equilibrio economico finanziario complessivo dell'operazione. Il comma 6 della norma, a tal proposito, stabilisce che la concessione ha di regola durata non superiore a trenta anni, ancorché la definizione della durata debba comunque tenere conto delle esigenze di "finanziabilità" del progetto e possa essere superiore ogniqualvolta esigenze connesse al raggiungimento dell'equilibrio economico e finanziario lo richiedano. Ai fini della determinazione della durata di una concessione, inoltre, sembra opportuno fare riferimento anche a quanto indicato nella Direttiva 2014/23/UE, in base alla quale (Considerando n. 52): *"la durata dovrebbe essere limitata al periodo in cui si può ragionevolmente prevedere che il concessionario recuperi gli investimenti effettuati per eseguire i lavori e i servizi e ottenga un ritorno sul capitale investito in condizioni operative normali, tenuto conto degli specifici obiettivi contrattuali assunti dal concessionario per rispondere alle esigenze riguardanti, ad esempio, la qualità o il prezzo per gli utenti. La stima dovrebbe essere valida al momento dell'aggiudicazione della concessione"*.

La convenzione prevede, ai sensi dell'art. 156 del Codice, la facoltà (ove nel bando di gara non sia previsto addirittura un obbligo in tal senso) per l'aggiudicatario di costituire una società di progetto, in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile, quale affidataria del contratto. La società di progetto, ove costituita, diventa concessionaria a titolo originario, subentrando nel rapporto di concessione all'aggiudicatario senza necessità di approvazione o autorizzazione; tale subentro, infatti, non costituisce cessione di contratto, come espressamente previsto dall'art. 156, comma 1 del Codice. E' opportuno che la convenzione preveda che, in caso di operazioni straordinarie (fusioni, acquisizioni, cessioni di rami d'azienda, etc.) comunque volte a mutare il soggetto economico affidatario della concessione, l'eventuale cessione di quote di partecipazione della società di progetto, ai sensi ed entro i limiti di cui all'art. 156, comma 3, del Codice dei contratti pubblici, avvenga a seguito di apposita comunicazione all'Ente concedente, ai fini della valutazione dei requisiti di cui all'art. 38 del Codice dei contratti pubblici.

Poiché l'elemento fondamentale che differenzia la concessione dall'appalto è la ripartizione dei rischi tra amministrazione e concessionario, appare evidente che nella convenzione debbano essere presenti gli elementi necessari a individuarne una chiara allocazione, definendo al meglio diritti e obblighi del concedente e del concessionario. Tra i principali obblighi di quest'ultimo, che andrebbero debitamente rilevati e circoscritti, si segnalano:

- a. Contabilizzazione delle opere: la convenzione deve indicare il tipo di rendicontazione da produrre nel caso sia previsto un "prezzo", finalizzata a dare contezza, attraverso idonei strumenti contabili, del relativo valore quale indice di congruità del citato contributo pubblico ovvero della tariffa posta a carico dell'utenza, nonché dell'efficiente gestione e manutenzione dell'opera da parte del concessionario.
- b. Esecuzione dei lavori: i lavori dovranno essere eseguiti nei tempi e secondo le modalità previste dalla convenzione e dal cronoprogramma, in conformità al progetto esecutivo approvato, con tutte le cautele, le protezioni e quant'altro necessario per la sicurezza del personale e dei mezzi impiegati, come meglio precisato nel disciplinare di progettazione ed esecuzione, il tutto ai sensi e nei limiti di legge e nel rispetto della l. 13 agosto 2010, n. 136, dei Protocolli sulla sicurezza nei cantieri, dei Protocolli di legalità nel settore degli appalti pubblici e dei Protocolli sulla regolarità e sulla sicurezza nei luoghi di lavoro.

- 
- c. Trasparenza: è necessario stabilire l'obbligo del concessionario di comunicare al concedente i soggetti che saranno coinvolti nell'intervento in fase sia di costruzione, sia di gestione. La convenzione dovrebbe prevedere, inoltre, l'obbligo di trasmettere i contratti stipulati con terzi, tra cui i contratti di finanziamento, al fine di consentire alla stazione appaltante di poter svolgere al meglio la funzione di vigilanza.
  - d. Consegna dell'opera al termine della concessione: la convenzione deve prevedere che, al termine della concessione, l'opera da devolvere (gratuitamente, salvo previsione di un valore di subentro) sia in perfette condizioni strutturali e di funzionalità, salvo il normale deperimento subito per il decorso del tempo e tenuto conto del piano di manutenzioni ordinarie e straordinarie a carico del concessionario.
  - e. Cronoprogramma: il contratto sancisce il rispetto di un predeterminato cronoprogramma dei lavori e di entrata in esercizio dell'opera (spesso oggetto attribuzione di punteggio in fase di gara), da allegare al contratto.
  - f. Manutenzione: la convenzione dovrebbe recare una disciplina relativa alla manutenzione dell'opera pubblica, prevedendo in particolare: i) l'eventuale costituzione di un fondo del concessionario per le manutenzioni straordinarie e le emergenze, da riportare esplicitamente nell'ambito del piano economico-finanziario; ii) la corrispondenza tra la tipologia di interventi di manutenzione straordinaria con i relativi valori del fondo di cui al punto precedente; iii) le caratteristiche che dovrebbero essere possedute dall'opera al termine del contratto; iv) le modalità di determinazione del valore residuo dell'opera.

Ovviamente, poiché in seguito all'aggiudicazione della concessione, si costituisce un rapporto bilaterale tra due soggetti, l'uno pubblico e l'altro privato, è necessario che la convenzione definisca non soltanto gli obblighi per il concessionario, bensì individui in maniera dettagliata le obbligazioni e le responsabilità del concedente in relazione alle varie fasi dell'operazione, che prevedano, ad esempio:

- a) consegna al concessionario, entro termini e modalità prestabilite, di tutte le aree oggetto della concessione, qualora le stesse non siano oggetto di esproprio direttamente da parte del concessionario;
- b) rilascio al concessionario di tutte le autorizzazioni necessarie in fase di costruzione;
- c) attuazione degli atti amministrativi necessari alle attività previste nella concessione;
- d) attivazione delle necessarie procedure di esproprio oppure, in caso di delega al concessionario ai sensi dell'art. 6, comma 8, del D.P.R. 327/2001, obbligo di cooperazione con il concessionario in relazione a tali procedure;
- e) puntuale definizione di termini e condizioni di corresponsione dei contributi pubblici eventualmente previsti;
- f) puntuale definizione dei termini e condizioni di corresponsione di eventuali corrispettivi di disponibilità e dei servizi;
- g) attuazione di quanto di sua competenza per consentire l'approvazione delle eventuali varianti agli strumenti urbanistici generali che si renderanno necessarie per la progettazione e costruzione delle opere;
- h) obbligo di informare il concessionario in merito ad ogni atto e/o evento derivante dall'agire del concedente e in grado di avere conseguenze sull'esecuzione del contratto.

La convenzione dovrebbe, inoltre, definire misure per la prevenzione dei ritardi da parte del concessionario e per il mancato rispetto dei requisiti prestazionali nella fase di gestione, contribuendo in tal modo a definire in maniera chiara e dettagliata l'allocatione dei rischi tra concessionario e concedente. E' opportuno, infatti, stabilire che gli eventi straordinari, non preventivabili e non riconducibili alla volontà del concessionario, in grado di influenzare la realizzazione e/o la gestione dell'opera e di ripercuotersi negativamente o, anche, positivamente sull'equilibrio del piano economico-finanziario, possano essere causa di una sua revisione. Al ricorrere delle circostanze di cui sopra, la convenzione dovrebbe individuare una procedura per addvenire al riequilibrio del piano economico-finanziario (*infra*) attraverso, in via alternativa o cumulativa: i) l'incremento o la riduzione del contributo e/o dei corrispettivi, laddove previsti; ii) il pagamento di importi a titolo di indennizzo (*una tantum* o periodici); iii) l'anticipazione o la proroga del termine di scadenza della concessione, qualora compatibile con i contratti di finanziamento sottoscritti o con quelli da sottoscrivere, anche in ipotesi di



rifinanziamento; iv) la rideterminazione delle tariffe; v) eventuale individuazione di nuove opere o servizi suscettibili di gestione, qualora compatibile con la normativa vigente.

Nel caso in cui, pur sussistendone i presupposti, la revisione del PEF non avvenga, il concessionario avrà diritto a recedere dal contratto. A tale proposito, è opportuno che siano specificatamente individuati i diritti di natura patrimoniale conseguenti al recesso del concessionario ex art. 143 comma 8, richiamando l'attenzione delle stazioni appaltanti sulla necessità che, anche in tale fase, continui a configurarsi una corretta allocazione dei rischi tra operatore privato e amministrazione. Di conseguenza, eventuali indennizzi connessi nell'ipotesi di recesso non potranno assumere una dimensione tale da azzerare i rischi assunti dal concessionario.

In relazione alla possibilità di introdurre modifiche ai contratti di concessione, la Direttiva 2014/23/UE (art. 43) delinea i casi in cui è possibile procedere senza una nuova procedura di aggiudicazione: un simile *iter* è perseguibile laddove intervengano circostanze non prevedibili *ex ante* "nonostante una ragionevole e diligente preparazione dell'aggiudicazione iniziale da parte delle amministrazioni aggiudicatrici o dell'ente aggiudicatore, tenendo conto dei mezzi a sua disposizione, della natura e delle caratteristiche del progetto specifico, delle buone prassi del settore e della necessità di garantire un rapporto adeguato tra le risorse investite e nel preparare l'aggiudicazione e il suo valore prevedibile". D'altro canto, nel caso in cui le condizioni che hanno dato luogo alla revisione, se conosciute prima e incluse negli atti di gara, avrebbero potuto comportare un esito diverso della procedura di aggiudicazione, sarà necessario esperire una nuova procedura comparativa. In ogni caso, la revisione del PEF e la modifica della convenzione sono subordinate al ricorrere di alcune condizioni:

- a) *"la necessità di modifica è determinata da circostanze che un'amministrazione aggiudicatrice o un ente aggiudicatore diligente non ha potuto prevedere;*
- b) *la modifica non altera la natura generale della concessione;*
- c) *nel caso di concessioni aggiudicate dall'amministrazione aggiudicatrice allo scopo di svolgere un'attività diversa da quelle di cui all'allegato II, l'eventuale aumento di valore non è superiore al 50% del valore della concessione iniziale<sup>61</sup>. In caso di più modifiche successive, tale limitazione si applica al valore di ciascuna modifica."*

Un'ulteriore ipotesi di modifica è quella in cui si renda necessario il cambiamento del concessionario, nelle circostanze riconducibili a quelle già previste dal nostro ordinamento all'art. 159 del Codice per il subentro, ovvero la risoluzione della concessione per fatto del concessionario (successione a seguito di fusioni societarie, ristrutturazioni, acquisizioni o insolvenza), e all'art. 51, concernente vicende soggettive dell'aggiudicatario. Elemento imprescindibile della convenzione è rappresentato anche dall'indicazione delle garanzie relative alla corretta esecuzione degli obblighi contrattuali che deve presentare il concessionario, tenendo conto delle vigenti disposizioni di legge, nonché dall'indicazione degli elementi essenziali delle polizze assicurative che si andranno a stipulare prima dell'avvio dei lavori. In particolare, il concessionario dovrà stipulare, anche ai sensi dell'art. 1891 c.c., le seguenti polizze assicurative:

- a. polizza per danni di esecuzione e responsabilità civile verso terzi (c.d. "CAR") secondo quanto previsto dall'art. 129, comma 1, del Codice per tutta la durata della costruzione. La somma assicurata dovrà corrispondere all'intero valore dell'opera (comprensivo dei costi di costruzione e degli oneri accessori di volta in volta sostenuti dal concessionario);

---

<sup>61</sup> L'art. 8 della Direttiva Concessioni stabilisce che tale valore è "costituito dal fatturato totale del concessionario generato per tutta la durata del contratto, al netto dell'IVA, stimato dall'amministrazione aggiudicatrice o dall'ente aggiudicatore, quale corrispettivo dei lavori e dei servizi oggetto della concessione, nonché per le forniture accessorie a tali lavori e servizi". A tale proposito, le amministrazioni aggiudicatrici devono considerare a) il valore di eventuali forme di opzione e di eventuali proroghe della durata della concessione; b) gli introiti derivanti dal pagamento, da parte degli utenti dei lavori e dei servizi, di tariffe e multe diverse da quelle riscosse per conto dell'amministrazione aggiudicatrice o dell'ente aggiudicatore; c) i pagamenti o qualsiasi vantaggio finanziario conferito al concessionario in qualsivoglia forma dall'amministrazione aggiudicatrice o dall'ente aggiudicatore o da altre amministrazioni pubbliche, incluse le compensazioni per l'assolvimento di un obbligo di servizio pubblico e le sovvenzioni pubbliche di investimento; d) il valore delle sovvenzioni o di qualsiasi altro vantaggio finanziario in qualsivoglia forma conferiti da terzi per l'esecuzione della concessione; e) le entrate derivanti dalla vendita di elementi dell'attivo facenti parte della concessione; f) il valore dell'insieme delle forniture e dei servizi messi a disposizione del concessionario dalle amministrazioni aggiudicatrici o dagli enti aggiudicatori, purché siano necessari per l'esecuzione dei lavori o la prestazione dei servizi; g) ogni premio o pagamento ai candidati o agli offerenti.

---

il massimale per la responsabilità civile verso terzi dovrà essere stabilito in conformità a quanto stabilito all'art. 125 del Regolamento;

- b. polizza indennitaria decennale, secondo quanto previsto dall'art. 129, comma 2, del Codice per i 10 anni successivi alla data di emissione del certificato di collaudo provvisorio o del certificato di regolare esecuzione o, comunque, decorsi 12 mesi dalla data di ultimazione dei lavori risultante dal relativo certificato. Il limite di indennizzo della polizza in questione non deve essere inferiore al 20% del valore dell'opera realizzata e non superiore al 40%, secondo quanto previsto dall'art.126 del Regolamento. La polizza dovrà, inoltre, prevedere una copertura di responsabilità civile verso terzi, in conformità a quanto stabilito dal citato art. 126;
- c. polizza assicurativa di ogni singolo progettista (c.d. RC professionale) secondo quanto previsto dall'art. 111, comma 1 del Codice, nella fase di costruzione fino alla data di emissione del certificato di collaudo provvisorio con esito positivo. Il massimale di ogni polizza non dovrà scendere al di sotto di un ammontare stabilito convenzionalmente in relazione alle caratteristiche del progetto;
- d. polizza di copertura dei rischi operativi (*All Risks*) relativa all'opera e agli impianti in esercizio, per tutta la durata della gestione, che non escluda eventi quali esplosioni, incendio e furto. Il massimale di tale polizza non dovrà scendere al di sotto di un ammontare stabilito convenzionalmente in relazione alle caratteristiche del progetto;
- e. polizza per la responsabilità civile verso terzi per i danni imputabili a responsabilità del concessionario, dei suoi collaboratori, appaltatori, dipendenti, consulenti o ausiliari che avvengano durante la fase di gestione e che siano riconducibili alle attività da esso svolte in relazione al progetto. Il massimale di tale polizza non dovrà scendere al di sotto di un ammontare stabilito convenzionalmente in relazione alle caratteristiche del progetto;
- f. cauzioni (anche polizze fideiussorie) nel caso di erogazione in corso d'opera di un prezzo da parte della P.A..

In ultimo, merita di essere normato preventivamente all'interno della convenzione l'aspetto riguardante le attività di collaudo e di accettazione dell'opera da parte del concedente. La convenzione potrà, infatti, prevedere operazioni di collaudo in corso d'opera, oltre che finali. A tal fine, la convenzione deve prevedere, ai sensi dell'art. 224 del Regolamento, che il concessionario provvederà a mettere a disposizione della commissione di collaudo, gli operai e i mezzi utili per eseguire tutte le necessarie operazioni.

## **8. Il termine del rapporto concessorio: risoluzione del contratto e scadenza**

Poiché le procedure in questione si estendono su un ampio lasso di tempo, nell'ambito di operazioni di Project Financing è verosimile che possano verificarsi fattispecie che conducono all'interruzione del rapporto concessorio. In tali casi, il legislatore si atteggia in maniera differente a seconda della genesi dell'evento patologico che, al di fuori dei casi di forza maggiore, può essere addebitabile al concedente o al concessionario, con conseguenze diverse in relazione all'esito della procedura.

### **8.1. Risoluzione per fatto del concessionario: lo *step in right***

L'art. 159 del Codice prevede che, in caso di patologia del rapporto per motivi attribuibili all'operatore privato, gli enti finanziatori del progetto potranno impedire la risoluzione designando una società che subentri nella concessione al posto del concessionario. Tale facoltà di subentro (*step in right*) costituisce un importante strumento di tutela dei finanziatori che si risolve, in ultima analisi, anche nell'interesse dell'Amministrazione a non subire un'interruzione nella realizzazione dell'opera o nella gestione dei servizi cui la stessa è strumentale. Il subentro verrà accettato dal concedente a condizione che:

1. la società designata dai finanziatori abbia caratteristiche tecniche e finanziarie sostanzialmente equivalenti a quelle possedute dal concessionario all'epoca dell'affidamento della concessione;



- 
2. l'inadempimento del concessionario che avrebbe causato la risoluzione cessi entro i novanta giorni successivi alla scadenza del termine di cui al comma 1-bis.

È dunque opportuno che la convenzione stabilisca: i) le caratteristiche tecniche e finanziarie sostanzialmente corrispondenti a quelle previste nel bando di gara o negli atti in forza dei quali la concessione è stata affidata, avendo comunque riguardo alla situazione concreta del progetto ed allo stato di avanzamento dello stesso alla data del subentro; ii) un termine adeguato per la designazione, da parte degli enti finanziatori, della società subentrante, anche prevedendo un termine superiore a quello di cui all'art. 159, comma 1, lett. b), del Codice (90 giorni), per la cessazione dell'inadempimento che ha causato la risoluzione.

### **8.2. Inadempimento del concedente**

Nel caso in cui il contratto sia risolto per inadempimento del concedente, ovvero nell'eventualità in cui quest'ultimo revochi la concessione per motivi di pubblico interesse, in base all'art. 158 del Codice sono rimborsati al concessionario:

- a) il valore delle opere realizzate più gli oneri accessori, al netto degli ammortamenti, ovvero, nel caso in cui l'opera non abbia ancora superato la fase di collaudo, i costi effettivamente sostenuti dal concessionario;
- b) le penali e gli altri costi sostenuti o da sostenere in conseguenza della risoluzione;
- c) un indennizzo, a titolo di risarcimento del mancato guadagno, pari al 10% del valore delle opere ancora da eseguire ovvero della parte del servizio ancora da gestire, sulla base dei valori contenuti nel PEF.

Le somme oggetto di rimborso sono destinate in via prioritaria al soddisfacimento dei crediti dei finanziatori del concessionario e dei titolari di titoli obbligazionari emessi ai sensi dell'art. 157, sono indisponibili da parte di quest'ultimo fino al completo soddisfacimento di detti crediti.

### **8.3. Il valore residuo dell'investimento**

In linea generale, i contratti dovrebbero prevedere una durata che permetta l'ammortamento delle infrastrutture oggetto di concessione. Tuttavia, in casi eccezionali, può manifestarsi la necessità di prevedere un valore residuo, pari alla parte di costo sostenuto e non ammortizzato, al termine della concessione, al fine di permettere la realizzabilità delle opere: tale evenienza si verifica nell'eventualità in cui il livello delle tariffe a carico dell'utenza e il livello presunto della domanda dei servizi non siano sufficienti a coprire l'ammortamento dell'intero investimento, nel periodo di concessione previsto. In questa ipotesi, al termine della concessione, il nuovo concessionario versa all'"uscente" un corrispettivo di retrocessione. Il rischio che la gara per la ricerca del concessionario subentrante vada deserta, e che quindi il concessionario uscente non riceva tale corrispettivo, è generalmente mitigato in via contrattuale. Innanzitutto, la convenzione dovrebbe prevedere che, ai fini dell'affidamento della nuova concessione, l'Amministrazione concedente avvii le procedure di gara con congruo anticipo rispetto alla data di scadenza della concessione vigente, in modo tale da evitare discontinuità nell'esercizio dell'infrastruttura. In secondo luogo, la convenzione dovrebbe prevedere che, qualora entro un congruo periodo di tempo, la nuova concessione non sia affidata, l'Amministrazione assuma l'obbligo di versare al concessionario uscente il valore del corrispettivo di retrocessione, riconoscendo allo stesso, fino alla data di pagamento del valore di subentro, la facoltà di proseguire nella gestione dell'opera sino al completo ammortamento, compatibilmente con la normativa di settore e con quanto stabilito in convenzione.

---

### III. LA SOCIETÀ DI PROGETTO E LA REDAZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

#### 1. La creazione della società di progetto: inquadramento giuridico

Uno degli aspetti più rilevanti delle operazioni di Project Financing è costituito dal meccanismo del *ring fence*, vale a dire l'isolamento dei flussi di cassa del progetto rispetto all'attività ordinaria degli sponsor, siano essi soggetti operativi o meri finanziatori. Il legislatore nazionale ha consentito agli operatori economici una simile possibilità anche nello specifico ambito della realizzazione di opere pubbliche, sancita dall'art. 156 del Codice, in base al quale *"Il bando di gara per l'affidamento di una concessione per la realizzazione e/o gestione di una infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità deve prevedere che l'aggiudicatario ha la facoltà, dopo l'aggiudicazione, di costituire una società di progetto in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile"*.

Dal punto di vista concettuale, la creazione della società di progetto può essere assimilato, *mutatis mutandis*, all'istituto dei patrimoni destinati ad uno specifico affare<sup>62</sup>, la cui disciplina è regolata dagli artt. 2447 bis e ss. del Codice Civile: definendo un principio simile a quello del *ring fence* sopra citato, l'art. 2447 quinquies, infatti, stabilisce che, qualora non disposto diversamente, *"per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare la società risponde nei limiti del patrimonio ad esso destinato"*.

La possibilità per l'investitore di creare un soggetto *ad hoc* (lo *special purpose vehicle* – SPV) per la costruzione e gestione dell'opera, deve essere attribuita *ex lege* da parte della stazione appaltante la quale, all'interno del bando, stabilisce i requisiti che la società deve possedere, sia dal punto di vista economico-patrimoniale<sup>63</sup> che tecnico-organizzativo<sup>64</sup>. In seguito all'aggiudicazione della concessione, sarà l'SPV il titolare del *bundling* costituito da tutti gli obblighi e i diritti derivanti dal contratto di concessione. Come in precedenza menzionato il subentro da parte della società di progetto nel rapporto di concessione è a titolo originario, senza la necessità di autorizzazione o approvazione da parte dell'ente pubblico, in quanto non si configura una cessione di contratto: tale fattispecie costituisce un'ipotesi eccezionale e derogatoria rispetto al principio generale di incedibilità dei contratti pubblici e di immodificabilità soggettiva dell'aggiudicatario selezionato con procedura ad evidenza pubblica (art. 118 del Codice).

Per ciò che concerne la possibilità di cessione di quote e/o ingresso di nuovi soci, l'AVCP ha chiarito il ruolo dei soggetti che si configurano come meri finanziatori<sup>65</sup>, confermando l'interpretazione da fornire all'art. 156, in base alla quale deve essere fatta *"salva la possibilità che, in qualsiasi momento, facciano il proprio ingresso nel capitale della società di progetto o smobilizzino le proprie partecipazioni le banche e gli altri investitori istituzionali che non hanno concorso a formare i requisiti per la qualificazione"*. Tale impostazione, imperniata su un generale principio di libera e flessibile circolazione di beni e servizi, sembra condivisibile anche per ciò che concerne i soci minoritari, ovvero quelli che non hanno contribuito alla determinazione dei requisiti: in assenza di un esplicito divieto del legislatore, ai soci minoritari (o non qualificanti) deve esser riconosciuta la facoltà di cedere in tutto o in parte le proprie quote associative in qualsiasi momento, salva diversa previsione contrattuale interna (es.: patti parasociali, clausole di *lock up*, ecc.).

#### 2. Gli aspetti fiscali e le agevolazioni a favore delle società di progetto

Oltre ai vantaggi relativi alla gestione del rischio e alla possibilità di isolare i flussi derivanti dalla realizzazione dell'opera, la creazione di un SPV per la gestione dell'investimento in Project Financing porta con sé anche altre peculiarità e vantaggi, soprattutto dal punto di vista fiscale.

---

<sup>62</sup> Creato in seguito alla riforma del diritto societario del 2003.

<sup>63</sup> Ad esempio in termini di capitale sociale minimo.

<sup>64</sup> Le quote della società di progetto devono essere detenute, almeno fino all'emissione del certificato di collaudo, dai soggetti che hanno contribuito alla composizione dei requisiti in sede di gara (i c.d. *soci qualificanti*).

<sup>65</sup> Determinazione n. 32/2009.

---

Uno dei principali benefici riguarda il regime di deducibilità degli interessi passivi stabilito dall'art. 96 del D.P.R. 917/1986 (TUIR): in base alla norma in questione, infatti, le limitazioni ordinarie vigenti per le società di capitale<sup>66</sup> non trovano applicazione per le società di progetto costituite ai sensi dell'articolo 156 del Codice. Tale disposizione può rivelarsi dirimente ai fini della sostenibilità e bancabilità di un investimento in Project Financing: la *ratio* dello strumento, infatti, risiede proprio nella possibilità di realizzare un progetto attraverso il ricorso a un'elevata leva finanziaria; in mancanza della previsione del comma 5 dell'art. 96 del TUIR, gli interessi passivi connessi all'utilizzo del capitale di terzi potrebbero non trovare capienza nel ROL e, di conseguenza, penalizzare gli investitori dal punto di vista fiscale.

Un'ulteriore peculiarità connessa a un'operazione gestita con la formula della finanza di progetto riguarda le modalità di ammortamento dei beni che la società iscrive in bilancio tra le immobilizzazioni. Nel caso di beni detenuti in regime di concessione, infatti, in luogo degli artt. 102 e 103 del TUIR, è possibile fare riferimento all'art. 104: in base a tale norma *"Per i beni gratuitamente devolvibili alla scadenza di una concessione è consentita [...] la deduzione di quote costanti di ammortamento finanziario. La quota di ammortamento finanziario deducibile è determinata dividendo il costo dei beni, diminuito degli eventuali contributi del concedente, per il numero degli anni di durata della concessione, considerando tali anche le frazioni. In caso di modifica della durata della concessione, la quota deducibile è proporzionalmente ridotta o aumentata a partire dall'esercizio in cui la modifica è stata convenuta"*. Nel caso in cui, in ipotesi di modifica del piano economico-finanziario, la durata della concessione subisca delle modifiche, la quota deducibile è proporzionalmente rimodulata a partire dall'esercizio in cui la modifica è stata stabilita<sup>67</sup>. Una simile previsione, soprattutto nel caso di beni immobili, consente di ottenere un minor carico impositivo (temporaneo) grazie alla deducibilità di quote di ammortamento più elevate. Altro vantaggio di tipo fiscale ottenibile attraverso la creazione di una società di progetto è riferibile alla nuova disciplina generale relativa al riporto delle perdite, contenuta nel primo comma dell'art. 84 del TUIR, che stabilisce che *"la perdita di un periodo d'imposta, può essere computata in diminuzione del reddito dei periodi d'imposta successivi in misura non superiore all'ottanta per cento del reddito imponibile"*. In base al secondo comma della norma in oggetto, tale limitazione, tuttavia, non si applica alle perdite realizzate nei primi tre periodi di imposta, le quali possono essere computate in diminuzione nei periodi d'imposta successivi entro il limite del reddito imponibile di ciascuno di essi, *"a condizione che si riferiscano ad una nuova attività produttiva"*. Appare chiaro come, anche in questo caso, il ricorso all'SPV garantirebbe un regime fiscale più vantaggioso, che consente di ottenere una compensazione piena delle perdite realizzate in fase di start up negli esercizi in cui l'investimento entra a regime e inizia a produrre reddito.

Oltre che in relazione alle imposte dirette, alla società di progetto impegnata in un'operazione di Project Financing, è stato di recente concesso un importante beneficio relativo anche alle imposte indirette: la Direzione Centrale dell'Agenzia delle Entrate<sup>68</sup>, rispondendo ad un interpello di un SPV, ha chiarito le problematiche relative alla possibilità di rimborso dell'Iva assolta sui costi di costruzione dei beni in concessione, anche nel caso di immediata devoluzione alla pubblica amministrazione. Anche in una simile fattispecie, infatti, i costi sostenuti dal concessionario sono da considerarsi in ogni caso funzionali all'acquisizione del diritto di concessione, di cui costituiscono il controvalore. La società veicolo (pur in mancanza di un titolo di proprietà formale dei beni) potrà iscriverne conseguentemente i costi sostenuti tra le immobilizzazioni<sup>69</sup> e potrà dedurre fiscalmente le relative quote di ammortamento, come sopra sottolineato. Una simile interpretazione, dunque, consente all'SPV di ottenere il diritto al rimborso Iva su beni ammortizzabili, così come previsto dall'art. 30 del D.P.R. 633/1972, già durante la fase di costruzione, con evidenti risvolti positivi sulle dinamiche finanziarie dell'investimento. In ogni caso, giova precisare come la capitalizzazione sia possibile solo in relazione alle opere che l'investitore dovrà gestire per la durata della concessione, a prescindere dal titolo di disponibilità formale e dalla tempistica della devoluzione. L'importo del rimborso Iva che sarà possibile richiedere, in ultima analisi, sarà pari all'imposta assolta

---

<sup>66</sup> In base al comma 1 della norma, *"gli interessi passivi e gli oneri assimilati [...] sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati. L'eccedenza è deducibile nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica"*.

<sup>67</sup> *"L'importo dell'ammortamento rilevante ai fini fiscali può essere modificato altresì in caso di incremento o di decremento del costo dei beni, per effetto di sostituzione a costi superiori o inferiori, di ampliamenti, ammodernamenti o trasformazioni, di perdite e di ogni altra causa: la quota deducibile è modificata a partire dall'esercizio in cui si è verificata la variazione, in misura pari al relativo ammontare diviso per il numero dei residui anni di durata della concessione. Nell'ambito delle concessioni di costruzione e gestione, ai fini del computo del costo ammortizzabile, sono inclusi gli interessi passivi sostenuti durante la fase di realizzazione delle opere, anche in deroga alle disposizioni del comma 1 dell'articolo 110"*.

<sup>68</sup> Con la Nota n. 34486 del 16 marzo 2010.

<sup>69</sup> Sotto la voce "concessioni" (B.I.4) - *infra*.

---

sul costo di realizzazione dei soli beni ammortizzabili, ovvero su quelli che rimarranno nella disponibilità del concessionario.

In ultimo, vale la pena menzionare anche la disciplina prevista all'art. 1 del D.L. 83/2012<sup>70</sup> relativa ai titoli obbligazionari emessi da società di progetto in base all'art. 157 del Codice, i quali sono stati assoggettati *"allo stesso regime fiscale previsto per i titoli del debito pubblico"*. Al fine di godere di un simile trattamento, *"è ammessa l'emissione di obbligazioni [...] anche ai fini del rifinanziamento del debito precedentemente contratto per la realizzazione dell'infrastruttura o delle opere connesse al servizio di pubblica utilità"* di cui la società in questione sia titolare<sup>71</sup>. La *ratio* di una simile innovazione va ricercata senza dubbio nella volontà di rendere più appetibili le operazioni in Project Financing anche per investitori esterni, al fine di sfruttare al meglio uno strumento di finanziamento alternativo rispetto all'indebitamento bancario tradizionale, quale l'emissione di *bond* strettamente connessi al progetto da realizzare. L'art. 1 comma 2 del Decreto "Sviluppo" (D.L. 83/2012), inoltre, aveva attribuito un ulteriore elemento di vantaggio a favore delle obbligazioni di progetto rispetto ad altre forme di finanziamento: attraverso una specifica integrazione all'art. 3, comma 115, della L. 549/1995, la società emittente poteva portare in deduzione gli interessi pagati anche se i tassi di rendimento praticati eccedevano le soglie previste dalla norma. Il D.Lgs. 147/2015 (art. 4, comma 2) ha di recente portato all'abrogazione *tout court* del comma in questione. Il D.L. 83/2012 (art. 1 comma 3) ha stabilito altresì che le garanzie di qualunque tipo prestate a supporto delle emissioni da parte delle società di cui all'art. 157 del D.Lgs. 163/2006, nonché le eventuali surroghe, postergazioni, frazionamenti e cancellazioni anche parziali ad esse relative *"ivi comprese le cessioni di credito stipulate in relazione a tali emissioni, nonché i trasferimenti di garanzie anche conseguenti alla cessione delle predette obbligazioni e titoli di debito"*, scontino imposte di registro, ipotecarie e catastali in misura fissa. Tale previsione, evitando l'applicazione dell'ordinario regime di imposizione indiretta, rende più agevole e meno oneroso, soprattutto rispetto ad un normale finanziamento bancario, il perfezionamento del prestito obbligazionario. Le agevolazioni di cui ai commi 2 e 3 dell'art. 1 del D.L. 83/2012, inizialmente anch'esse previste solo per i primi tre anni, sono state rese strutturali dal D.L. 69/2013 (art. 19, comma 5).

Sempre dal punto di vista dell'utilizzo della leva fiscale, giova sottolineare anche la disciplina introdotta dall'art. 18 della L. 183/2011 (Legge di Stabilità 2012), modificato dall'art. 2 del D.L. 83/2012, che ha stabilito la possibilità di finanziare operazioni di partenariato pubblico privato (indipendentemente dall'importo dei lavori) attraverso la defiscalizzazione, *"riducendo ovvero azzerando il contributo pubblico a fondo perduto, in modo da assicurare la sostenibilità economica"* dell'investimento. Le misure agevolative previste per le società di progetto si estrinsecano nella possibilità di ottenere un credito, in luogo di un contributo pubblico in denaro, da utilizzare in compensazione per imposte dirette ed IVA. In ogni caso, la misura massima dell'agevolazione non può eccedere il 50% del costo dell'investimento.

Misure analoghe sono state introdotte dall'art. 33 del D.L. 179/2012, che, in seguito alle modifiche apportate dal D.L. 133/2014 (art. 11), ha previsto un credito d'imposta per la realizzazione di nuove opere infrastrutturali *"di importo superiore a 50 milioni di euro mediante l'utilizzazione dei contratti di partenariato pubblico-privato di cui all'articolo 3, comma 15-ter, del decreto legislativo 12 aprile 2006, n. 163, la cui progettazione definitiva sia approvata entro il 31 dicembre 2016 per i quali non sono previsti contributi pubblici a fondo perduto ed è accertata [...] la non sostenibilità del piano economico-finanziario"*. Tale credito può essere utilizzato sia tramite la compensazione dell'IRES ed IRAP generate in relazione alla costruzione e gestione dell'opera che tramite richiesta di rimborso delle stesse imposte già versate. L'impresa titolare del contratto deve richiedere all'Agenzia delle Entrate l'attestazione relativa alla certezza e liquidità del credito, nonché la data indicativa di erogazione del rimborso. Il beneficio in questione non costituisce ricavo ai fini di IRES ed RAP, non può eccedere il limite massimo del 50% del costo dell'investimento e il suo importo è posto a base di gara per l'individuazione del concessionario.

Per gli stessi soggetti che non beneficiano di contributi, l'art.33, co. 2-ter-2- quater dello stesso Decreto Sviluppo 2 prevede l'esenzione dal pagamento del canone di concessione relativo all'opera realizzata, nella misura necessaria al raggiungimento dell'equilibrio del piano economico/finanziario. Quest'ultima agevolazione può essere utilizzata anche

---

<sup>70</sup> Il beneficio fiscale descritto era inizialmente limitato nel tempo, in quanto lo stesso art. 1 del D.L. 83/2012, al comma 4, ne circoscriveva la durata ai tre anni dall'entrata in vigore del Decreto (vale a dire il 26 giugno 2012). Con l'emanazione del decreto "Sblocca Italia" (D.L. 133/2014), invece, il legislatore ha reso strutturale tale agevolazione, attraverso l'abrogazione del succitato comma 4 stabilita dall'art. 13, comma 3, lett. b).

<sup>71</sup> Convertito dalla Legge 7 agosto 2012, n. 134.

---

cumulativamente al credito d'imposta operante ai fini IRES/IRAP sopra descritto ma, in tal caso, il beneficio complessivo non può superare il 50% del costo dell'investimento.

Per ciò che concerne gli aspetti civilistici, il mutato art. 157 del Codice dei Contratti Pubblici prevede alcune deroghe alla disciplina ordinaria relativa alla possibilità di emettere titoli di debito, anch'esse oggetto di recenti modifiche: se, in base alla normativa previgente, la possibilità di derogare ai limiti di cui all'art. 2412 C.C. era consentita solo nel caso in cui l'emissione fosse stata garantita pro-quota tramite ipoteca, il D.L. 1/2012 ha eliminato tale previsione, stabilendo, tuttavia, che le obbligazioni siano sottoscritte da investitori qualificati, come per altri strumenti di finanziamento in precedenza analizzati. In sede di conversione, il succitato Decreto ha esteso ulteriormente il regime derogatorio concesso ai soggetti richiamati dal comma 1 dell'art. 157 del Codice dei Contratti Pubblici, stabilendo che, in relazione ai titoli emessi ai sensi della norma, non trovano applicazione gli artt. 2413, 2414-bis commi 1 e 2 e gli artt. da 2415 a 2420 C.C.<sup>72</sup>. Di conseguenza, i *project bond* godono di maggiore flessibilità in relazione alle ipotesi di riduzione del capitale e distribuzione delle riserve, alla costituzione delle garanzie, alla nomina dell'assemblea degli obbligazionisti e così via.

Alla luce delle considerazioni appena evidenziate, si comprende l'opportunità di creare una società di progetto per gestire un investimento in Project Financing, e godere di benefici dal punto di vista sia tributario che giuridico, che consentono di ottimizzare l'attività di pianificazione fiscale e di allocazione e gestione dei rischi per l'investitore.

### 3. Il piano economico-finanziario e la valutazione del progetto: linee guida e aspetti operativi

Come in precedenza sottolineato, in ognuna delle possibili tipologie di procedura previste dall'art. 153 del Codice, i partecipanti alla gara devono produrre un piano economico-finanziario, da assoggettare all'asseverazione di una banca, di un intermediario finanziario ex art. 106 del TUB o di una società di revisione: tale elaborato costituisce un elemento fondamentale della proposta e, indubbiamente, il punto di partenza per l'elaborazione e valutazione dell'investimento. Attraverso la redazione del PEF, infatti, si traducono in valori quantitativi ed economico-finanziari gli input presenti nello studio di fattibilità, nel tentativo di strutturare al meglio l'investimento. Mediante un meccanismo di *fine tuning*, infatti, modulando il piano in maniera osmotica rispetto al progetto preliminare e alla convenzione da stipulare con l'ente pubblico, lo scopo del PEF è quello di trovare la migliore sintesi e di stabilire il *trade off* ottimale tra gli interessi generali, le indicazioni della stazione appaltante e le esigenze di redditività e sostenibilità dell'opera per il soggetto privato. Alla luce di simili considerazioni, è possibile definire una serie di elementi che appare opportuno considerare come il contenuto tecnico minimo che il piano economico-finanziario deve presentare:

- 1) quantificazione dei costi di investimento;
- 2) esame delle fonti di copertura e della struttura del capitale ottimale;
- 3) previsioni economico-patrimoniali, proiezione di costi e ricavi derivanti dalla gestione dell'opera, al fine di valutarne l'equilibrio economico/reddituale;
- 4) stima dei flussi di cassa in entrata e in uscita, per analizzare la sostenibilità finanziaria dell'investimento;
- 5) calcolo degli indicatori di redditività e bancabilità del progetto;
- 6) calcolo degli indicatori relativi al capitale investito dai soci;
- 7) valutazione sulla congruità e sull'importo del prezzo da corrispondere;
- 8) analisi di sensitività e di scenario per la valutazione del rischio.

L'importanza di tali elementi può essere desunta anche dalla disciplina relativa alla succitata attività di asseverazione prevista dall'art. 96 comma 5 del Regolamento, in base al quale, oltre alla valutazione dei principali elementi economici e

---

<sup>72</sup> In seguito alle modifiche introdotte ad opera dell'art. 13 del D.L. 133/2014.

---

finanziari<sup>73</sup> e alla verifica della capacità del piano di generare flussi di cassa positivi e della congruenza dei dati con la bozza di convenzione, il soggetto asseveratore deve analizzare almeno i seguenti elementi:

- a) prezzo che il concorrente intende chiedere all'amministrazione aggiudicatrice;
- b) prezzo che il concorrente intende corrispondere all'amministrazione aggiudicatrice per la costituzione o il trasferimento dei diritti;
- c) canone che il concorrente intende corrispondere all'amministrazione;
- d) tempo massimo previsto per l'esecuzione dei lavori e per l'avvio della gestione;
- e) durata prevista della concessione;
- f) struttura finanziaria dell'operazione, comprensiva dell'analisi dei profili di bancabilità dell'operazione in relazione al debito indicato nel piano economico-finanziario;
- g) costi, ricavi e conseguenti flussi di cassa generati dal progetto con riferimento alle tariffe.

### 3.1. I costi di investimento e la loro copertura: la struttura del capitale

Il dato di input fondamentale nella redazione di un piano economico-finanziario previsionale, nonché uno dei fattori generalmente utilizzati in relazione all'analisi di sensitività, è costituito dalla stima dei costi di investimento. Tale parametro, soprattutto ai fini fiscali, deve essere ulteriormente distinto tra i costi di realizzazione dell'investimento veri e propri ed i costi di progettazione<sup>74</sup>.

Di grande importanza è la separata e specifica indicazione dell'importo delle spese sostenute per la predisposizione dell'offerta, comprensivo anche dei diritti sulle opere dell'ingegno ai sensi dell'art. 2578 c.c., il quale, come in precedenza evidenziato, non può superare il limite del 2,5% del valore dell'investimento: come in precedenza sottolineato, nel caso in cui, ad esempio, il soggetto nominato promotore ex art. 153 comma 19 sia battuto in fase di gara e decida di non esercitare il diritto di prelazione, quest'ultimo avrà diritto al rimborso dei succitati costi di predisposizione dell'offerta. L'importo e la natura dell'investimento iniziale giocano, ovviamente, un ruolo fondamentale anche nella scelta delle fonti di copertura finanziaria e delle modalità di rimborso dei fondi eventualmente acquisiti da terzi, che costituiscono un elemento di grande impatto sulle proiezioni da effettuare all'interno del PEF. Oltre a incidere sul conto economico (in termini di interessi passivi), sullo stato patrimoniale e sul rendiconto finanziario dello sponsor (elaborato imprescindibile per valutare i flussi di cassa del progetto), le scelte relative alla struttura del capitale influenzano in maniera significativa la redditività del capitale investito, condizionando variabili di tipo puramente finanziario come il costo medio ponderato del capitale (*infra*).

Prima di indulgere in considerazioni di tipo tecnico, è opportuno evidenziare come non esista una struttura del capitale ottimale *tout court* per finanziare un investimento: da anni il cosiddetto "*capital structure puzzle*"<sup>75</sup> è uno degli argomenti maggiormente analizzati a livello internazionale e rappresenta un rompicapo che dai tempi di Modigliani e Miller<sup>76</sup> non ha trovato una soluzione univoca: l'unico *must* da seguire, applicando un approccio tipologico, è costituito dall'obiettivo fondamentale di incrementare il valore dell'impresa (in questo caso la società di progetto) e la redditività del capitale che i soci hanno impiegato. Per raggiungere tale scopo, il principio fondamentale che può essere richiamato è quello dell'omogeneità temporale (*matching principle*), in base al quale i fabbisogni di liquidità di breve termine devono essere finanziati attraverso fonti (debiti) di breve termine, mentre le esigenze di lungo periodo dovrebbero essere affrontate

---

<sup>73</sup> Quali costi e ricavi del progetto e composizione delle fonti di finanziamento dell'investimento.

<sup>74</sup> I lavori e le opere di urbanizzazione, infatti, scontano generalmente l'aliquota IVA agevolata del 10%, mentre ai costi per servizi legati alle spese di progettazione si applica l'aliquota ordinaria.

<sup>75</sup> L'espressione è stata coniata quasi trent'anni fa da Myers, allo scopo di rappresentare l'impossibilità di definire una *one best way* ed un rapporto debt / equity target che possa essere considerato ottimale in senso assoluto; sul punto, S.C. MYERS, "The capital structure puzzle", *Journal of Finance*, 1984, Vol. 39 (3), pagg. 575-592.

<sup>76</sup> F. MODIGLIANI - M. MILLER, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 1958, Vol. 48 (3), pagg. 261-297; F. MODIGLIANI - M. MILLER, "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, 1963, Vol. 53 (3), pagg. 433-443.



facendo ricorso a fonti stabili (debiti a lungo termine e capitale proprio)<sup>77</sup>. La scelta sul rapporto *debt / equity* più adeguato, tesa ad ottenere il *trade-off* ottimale e raggiungere tutti gli obiettivi prefissati, è influenzata da diversi fattori (tra loro a volte confliggenti) che è necessario combinare al meglio, tra cui:

- ✓ aspetti fiscali: la piena deducibilità degli interessi passivi rende il ricorso al debito conveniente dal punto di vista tributario;
- ✓ sostenibilità: la società di progetto dovrà essere in grado di generare liquidità sufficiente a ripagare la quota capitale e la quota interessi, senza incorrere in situazioni di tensione o gap finanziario;
- ✓ redditività dei mezzi propri: sia dal punto di vista contabile che finanziario<sup>78</sup>, una eccessiva iniezione di equity, pur diminuendo i rischi di *default*, rischia di non consentire il raggiungimento di un'adeguata remunerazione degli sponsor;
- ✓ valore della società: se il valore di un'impresa è pari al valore attualizzato dei suoi flussi di cassa, al fine di ottimizzarlo è necessario minimizzare il costo medio ponderato del capitale.

Essendo tale ultimo aspetto certamente di grande rilevanza ai fini della scelta delle fonti di finanziamento, appare opportuno analizzarne i tratti fondamentali. Il costo del capitale, denominato anche WACC (*weighted average cost of capital*), è in realtà una media ponderata tra il costo del debito al netto dell'imposizione fiscale ed il costo del capitale proprio, "pesati" per la rispettiva percentuale di incidenza rispetto all'intera struttura del capitale. Formalizzando tale concetto, il costo medio ponderato del capitale può essere espresso come segue:

$$WACC = \frac{E}{(D + E)} r_e + \frac{D}{(D + E)} r_d (1 - t)$$

Dove: E = ammontare di equity (capitale proprio);

D = ammontare di debito;

$r_e$  = costo del capitale proprio;

$r_d$  = costo del capitale di terzi;

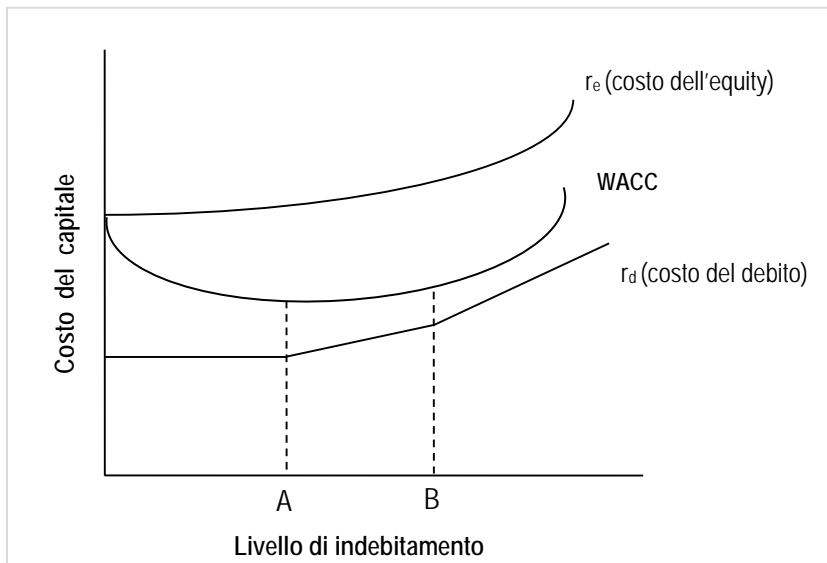
t = aliquota fiscale.

Una prima analisi strettamente aritmetica e statica della formula rappresentata è già sufficiente a comprendere come una variazione nell'ammontare di indebitamento porti ad una conseguente e diretta variazione del costo del capitale globale dell'azienda. Tuttavia, è necessario un approfondimento che prenda in considerazione anche una prospettiva dinamica: la formula del WACC, infatti, assume che il progetto sia finanziato facendo ricorso alle stesse proporzioni di capitale proprio e di terzi che supportano le esigenze finanziarie dell'impresa nel suo complesso. Inoltre, nella scelta del grado di *leverage*, l'imprenditore deve tenere in considerazione che, fatta eccezione per l'aliquota fiscale, in conseguenza di una variazione del quoziente di indebitamento, anche tutti gli altri elementi del WACC si modificheranno: soprattutto nel caso in cui il rapporto *debt/equity* ecceda la media del settore, all'aumentare dei debiti, oltre ai portatori di capitale di terzi, anche i detentori di capitale proprio richiederanno una remunerazione più elevata, in conseguenza del maggiore rischio finanziario che l'impresa dovrà sostenere. Seppure in maniera semplificata, la relazione tra livello di indebitamento e WACC è raffigurata di seguito, tenendo conto del risparmio fiscale consentito dal pagamento degli oneri finanziari e, al tempo stesso, considerando i rischi finanziari connessi ad un eccessivo indebitamento che potrebbe portare financo alle estreme conseguenze del fallimento dell'SPV.

Figura 2 - Relazione tra livello di indebitamento e costo del capitale

<sup>77</sup> Giova sottolineare come la prassi bancaria degli ultimi tempi, purtroppo, in molti casi non consente il rispetto di tale principio, procedendo all'emissione dei c.d. *miniperm*, che devono essere rifinanziati nel corso della concessione.

<sup>78</sup> Dal punto di vista contabile la redditività del capitale proprio è rappresentata del ROE (*return on equity*), mentre in un'ottica finanziaria (più corretta) è misurata attraverso il VAN ed il TIR dei soci (*infra*).



Tra le due componenti fondamentali del WACC, il costo del capitale di debito è certamente quello di più agevole determinazione: un mutuo bancario o un'emissione di *bond*, ad esempio, avranno generalmente un costo prestabilito, definito contrattualmente e, entro certi limiti, prevedibile anche per il futuro (soprattutto nel caso di prestiti a tasso fisso). Più complesso, invece, è definire il costo del capitale proprio, vale a dire la remunerazione attesa dagli azionisti (o portatori di capitale proprio più in generale). Tra i numerosi modelli elaborati a tale scopo<sup>79</sup>, quello maggiormente accettato e condiviso è sicuramente costituito dal CAPM<sup>80</sup> (*capital asset pricing model*) che, nella determinazione del costo dell'equity, si basa in larga parte sulla valutazione della rischiosità di un titolo, misurato attraverso l'utilizzo di un particolare coefficiente (il *beta*). Più elevato è il beta, maggiore sarà il rischio connesso all'attività, al quale si contrappone, tuttavia, la possibilità di ottenere maggiori rendimenti, soprattutto in fasi rialziste del mercato in generale. Dal punto di vista matematico, il beta è costituito da un semplice rapporto tra la covarianza del rendimento dell'investimento in questione ( $r_i$ ) con il rendimento del mercato ( $r_m$ ) e la varianza di quest'ultimo:

$$\beta = \frac{COV(r_i; r_m)}{VAR(r_m)}$$

Una volta quantificato il beta, il costo del capitale proprio, in base al CAPM può essere calcolato come segue:

$$r_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Dove:  $r_f$  = rendimento di titoli privi di rischio<sup>81</sup>

$r_m$  = rendimento medio del mercato

La remunerazione attesa dell'investitore, dunque, è determinata da due componenti fondamentali: la prima è costituita dal rendimento dei titoli risk-free, a cui è necessario aggiungere un premio per il rischio connesso alla specifica attività imprenditoriale, che sarà fortemente influenzato dal valore del beta. Per la definizione di quest'ultimo parametro, si fa riferimento al coefficiente di rischio presentato da aziende simili per dimensioni e settore di riferimento. A tal proposito, giova ricordare la necessità di procedere ad alcune operazioni di matematica finanziaria al fine di rendere omogenei i fattori considerati: poichè le principali banche dati<sup>82</sup> mostrano i valori dei beta di tipo "*levered*", che risentono del rapporto *debt/equity* della società di riferimento, al fine di ottenere un parametro comparabile e congruo per l'SPV, è necessario

<sup>79</sup> Tra questi spicca il cosiddetto modello di Gordon, che associa il rendimento di un titolo all'ammontare di dividendi, al suo prezzo ed al tasso di crescita atteso; per approfondimenti, J.M. GORDON, "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics* (The MIT Press), 1959, Vol. 41 (2), pp. 99-105.

<sup>80</sup> W.F. SHARPE, "Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk," *Journal of Finance*, 1964, Vol.19 (3), pp. 425-442.

<sup>81</sup> Per la determinazione di tale parametro si fa generalmente riferimento a BTP con una scadenza pari o vicina alla durata della concessione.

<sup>82</sup> Damodaran, Datastream, Reuters, ecc..



procedere ad un'operazione di "*delevering*" (per depurare il beta dal quoziente di indebitamento) e successivo "*relevering*" (per tenere conto della specifica struttura del capitale della società di progetto). In riferimento a simili operazioni, un esempio numerico può essere di supporto, al fine di comprendere il percorso logico-matematico che conduce dai beta di mercato alla determinazione del coefficiente da utilizzare nel piano economico-finanziario relativo allo specifico investimento da validare<sup>83</sup>.

#### Rilevazione dei Beta "Levered" di mercato

Società	Beta "Levered"
Società alfa	0,757
Società beta	0,704

#### Calcolo del Beta "Unlevered"

Formula di "delevering" $\beta_U = \beta_L / [1+(1-t_{ires}) \cdot D/E]$	Market Capitalisation	Posizione Finanziaria Netta	D/E	Tax Rate	Beta "Unlevered"
Società alfa	11.559	10.354	0,90	27,50%	0,459
Società beta	1.986	1.493	0,75	27,50%	0,456
<b>Media</b>					<b>0,457</b>

#### Calcolo del Beta "Levered" per la Società di Progetto

Formula di "levering" $\beta_L = \beta_U \cdot [1+(1-t_{ires}) \cdot D/E]$	Mezzi Propri	Posizione Finanziaria Netta	D/E	Tax Rate	Beta "Levered"
Società di Progetto	40,00%	60,00%	1,5	27,50%	<b>0,955</b>

dove:

$\beta_U$  = Beta "Unlevered"

$\beta_L$  = Beta "Levered"

$t_{ires}$  = aliquota fiscale ai fini IRES

D = Posizione Finanziaria Netta

E = Capitalizzazione

Sulla base dell'esempio proposto appare chiaro come la struttura del capitale scelta per la società di progetto influenzi il costo del capitale e la redditività del progetto e dei mezzi propri e, di conseguenza, rappresenti una componente fondamentale nella gestione dell'intera operazione.

Altro importante elemento da tenere in considerazione, al fine di garantire coerenza all'intera valutazione, è rappresentato dal trattamento dell'inflazione. E' necessario, infatti, che il tasso di attualizzazione utilizzato sia omogeneo rispetto ai flussi

<sup>83</sup> Tale modalità di calcolo è riportata anche all'allegato 2 della Delibera CIPE n. 27/2013 del 21 marzo 2013.

---

di cassa in relazione alle dinamiche inflattive. Dal punto di vista formale, il rapporto tra un tasso reale e uno nominale può essere sintetizzato come segue (c.d. "equazione di Fisher")<sup>84</sup>:

$$1 + i_n = (1 + i_r) \times (1 + \pi) = 1 + i_r + \pi + \pi i_r$$

dove  $i_n$  rappresenta il tasso nominale,  $i_r$  il tasso reale e  $\pi$  l'inflazione.

Sulla base dell'equazione sopra riportata, è possibile convertire i diversi tipi di tasso. Se  $i_r$  e  $\pi$  sono sufficientemente piccoli, il fattore  $\pi i_r$  è trascurabile e la formula può essere semplificata come segue:

$$i_n \cong i_r + \pi$$

La necessità di omogeneità tra i flussi analizzati e il tasso utilizzato emerge non solo sulla base di argomenti teorici ma anche per ragioni squisitamente pratiche: attualizzare cash flow nominali attraverso tassi reali genererebbe, erroneamente, un valore attuale di gran lunga maggiore rispetto a quello effettivo, portando a intraprendere investimenti che in realtà potrebbero non incrementare il valore dell'impresa. Al contrario, la situazione inversa (flussi reali attualizzati a tassi nominali) mostrerebbe importi inferiori rispetto a quelli corretti, inducendo il management a rifiutare progetti che, invece, contribuirebbero ad aumentare la ricchezza degli azionisti.

### 3.2. I bilanci previsionali

All'interno del piano economico-finanziario, naturalmente, trovano collocazione le proiezioni relative ai conti economici e agli stati patrimoniali per l'intera durata della concessione (secondo l'art. 143, comma 7, infatti, *"l'offerta e il contratto devono contenere il piano economico-finanziario di copertura degli investimenti e della connessa gestione per tutto l'arco temporale prescelto"*). L'elaborazione dei bilanci previsionali è operazione delicata in quanto, ancorché la valutazione dell'investimento sia concepita in ottica finanziaria, anche l'aspetto civilistico è di grande importanza, soprattutto in relazione alle perdite subite, alla loro copertura e alla possibilità di distribuire dividendi agli azionisti (*infra*).

Al fine di una corretta elaborazione degli schemi di bilancio, è necessario quantificare al meglio sia i costi di investimento che di gestione (inclusendo gli oneri per manutenzione ordinaria e straordinaria), oltre ad una verosimile stima dei ricavi derivanti dalla gestione dell'opera. Per veicolare un'adeguata rappresentazione contabile, è necessario altresì individuare in maniera specifica i costi di realizzazione connessi all'opera pubblica e quelli relativi alle eventuali opere accessorie: ipotizzando un investimento complesso, in cui il contributo concesso al privato è costituito da un immobile o da diritti edificatori, i costi connessi alla costruzione dell'opera pubblica andranno capitalizzati ed iscritti tra le immobilizzazioni, mentre i manufatti realizzati e destinati alla cessione a terzi dovranno essere contabilizzati come beni-merce e, pertanto, iscritti nell'attivo patrimoniale tra le rimanenze. Secondo quanto stabilito dal Principio Contabile OIC 24, il valore delle opere che rimarranno nella disponibilità del concessionario, a cui ne è assegnata la gestione, deve essere iscritto tra le immobilizzazioni immateriali, sotto la voce "concessioni", ancorché si tratti sostanzialmente di beni tangibili<sup>85</sup>. In base alla prassi dell'OIC, le concessioni costituiscono *"provvedimenti con i quali la pubblica amministrazione trasferisce ad altri soggetti i propri diritti o poteri, con i relativi oneri ed obblighi"*<sup>86</sup>. Gli elementi iscrivibili nella voce B.1.4 riguardano esclusivamente le concessioni di beni e servizi pubblici il cui oggetto può riguardare:

- diritti su beni di proprietà degli enti concedenti (sfruttamento in esclusiva di beni pubblici quali, ad esempio, il suolo demaniale);
- diritto di esercizio di attività proprie degli enti concedenti (gestione regolamentata di alcuni servizi pubblici, quali: autostrade, trasporti, parcheggi, ecc.)<sup>87</sup>.

Un altro aspetto certamente peculiare nelle operazioni di Project Financing è costituito dal "prezzo" che la Pubblica Amministrazione può concedere all'operatore economico, il quale, come sopra analizzato, può assumere molteplici forme

---

<sup>84</sup> I. Fisher (1930), *The Theory of Interest*, The Macmillan Co., New York.

<sup>85</sup> Una simile impostazione è confermata anche dalla summenzionata Nota della Direzione Centrale dell'Agenzia delle Entrate.

<sup>86</sup> Principio Contabile OIC 24 par. 62.

<sup>87</sup> Principio Contabile OIC 24 par. 21.

---

tecniche. Quando è erogato sotto forma di canoni, tariffe ombra o altri strumenti di sostegno alla gestione dell'opera per il concessionario, sarà contabilizzato come un ricavo di competenza (da imputare nella voce A1 o A5 del conto economico a seconda della modalità di corresponsione e di quanto stabilito nella convenzione). Nel caso in cui, invece, si configuri come un contributo in conto capitale, è possibile adottare una delle due modalità classiche di trattamento contabile stabilite dalla prassi nazionale ed internazionale<sup>88</sup>:

- iscrizione del contributo nella voce A5 del conto economico attraverso la tecnica dei risconti passivi, al fine di imputarlo *pro quota*, in base al principio di competenza, per tutta la durata della concessione;
- diminuzione del costo fiscalmente rilevante dell'immobilizzazione cui il contributo fa riferimento, con conseguente imputazione di minori quote di ammortamento deducibili.

Con il primo metodo sono imputati al conto economico, da un lato, gli ammortamenti calcolati sul costo lordo delle immobilizzazioni immateriali, dall'altro, gli altri ricavi e proventi per la quota di contributo di competenza dell'esercizio. In base alla seconda metodologia sono imputati al conto economico solo gli ammortamenti determinati sul valore dell'immobilizzazione immateriale al netto dei contributi. Tra le due soluzioni, la prima appare quella maggiormente condivisibile e di più facile utilizzazione, soprattutto nei casi in cui il contributo in conto capitale sia difficilmente attribuibile ad uno specifico cespite da ammortizzare. In ogni caso, a prescindere dalla modalità di contabilizzazione, resta inteso che, ai fini delle imposte dirette, anche nei casi in cui sia corrisposto sotto forma di beni o diritti reali, il contributo concesso dalla stazione appaltante costituisce un elemento che incrementa la base imponibile della società<sup>89</sup>. Per ciò che concerne le imposte indirette, il Ministero delle Finanze<sup>90</sup> ha stabilito che, poiché il "prezzo" che l'amministrazione concedente si impegna a corrispondere, trova generalmente la sua controprestazione, a carico del concessionario, nell'applicazione, nella fase di gestione dell'opera, di prezzi o tariffe amministrati, controllati o predeterminati, esso debba essere ricompreso nella base imponibile ai fini IVA, costituita, ai sensi dell'art. 13, comma 1 del D.P.R. 633/1972, "*dall'ammontare complessivo dei corrispettivi dovuti al cedente o prestatore secondo le condizioni contrattuali [...], aumentato delle integrazioni direttamente connesse con i corrispettivi dovuti da altri soggetti*".

Una volta affrontate le problematiche sopra rilevate, la predisposizione dei bilanci previsionali non presenta particolari criticità, se non quella di garantire la coerenza tra quanto stabilito nella convenzione, gli assunti di base<sup>91</sup> e gli output del processo di elaborazione.

### 3.3. La stima dei flussi di cassa

L'analisi dell'investimento prosegue attraverso la valutazione delle dinamiche finanziarie relative a ciascuna delle sue fasi. Attesa la necessità di reperire risorse che consentano di far fronte al fabbisogno derivante dalla realizzazione iniziale del progetto, attraverso il ricorso a capitale proprio o di terzi, altro aspetto fondamentale è rappresentato dalla stima del cash flow generato dalla successiva gestione dell'opera. Tale previsione rappresenta uno degli elementi imprescindibili per effettuare una valutazione sulla sostenibilità dell'investimento e sulla eventuale necessità di un sostegno da parte dall'amministrazione concedente attraverso l'assegnazione di un contributo.

È opportuno, a questo punto, ribadire la fondamentale differenza tra i flussi di cassa operativi (*unlevered*) e quelli disponibili per gli azionisti (*free cash flow to equity – levered*), la cui distinta determinazione è decisiva ai fini della verifica della redditività del progetto e del capitale proprio. Il cash flow *unlevered* (o di progetto) è indipendente rispetto alla struttura del capitale, in quanto include nel suo computo solo le poste riferibili alla gestione operativa dell'investimento, senza considerare l'incidenza degli interessi passivi e della quota capitale da restituire ai portatori di capitale di credito. Per ciò che concerne le tecniche applicative, generalmente è possibile stimare il cash flow operativo utilizzando il metodo indiretto (che parte dal reddito netto e lo sterilizza delle componenti non monetarie positive e negative) o quello diretto (che tiene

---

<sup>88</sup> Principio Contabile OIC 16 e lo IAS 20.

<sup>89</sup> Si veda la Risoluzione Agenzia delle Entrate n. 395 del 27 dicembre 2002, che, pur trattando lo specifico caso del contributo erogato ai sensi della legge 26 febbraio 1992, n. 211, può essere applicata per analogia al prezzo previsto dall'art. 143 del Codice.

<sup>90</sup> Si veda la Risoluzione Agenzia delle Entrate n. 161 /E del 31 ottobre 2000.

<sup>91</sup> Ad esempio in termini di inflazione, di modalità di indicizzazione delle tariffe, di penali a carico del concessionario che impongono l'appostamento di fondi rischi, e così via.

---

in considerazione le entrate e le uscite monetarie relative all'investimento iniziale e alla fase di gestione<sup>92</sup>). Tale seconda metodologia appare probabilmente consigliabile e maggiormente appropriata. La stima dei flussi di cassa di progetto può avvenire sulla base di quanto esposto di seguito:

**Tabella 6 - Flusso di cassa operativo di progetto**

---

(+) Ricavi da attività di gestione
(-) Costi per acquisto di input (es. materie prime)
(-) Costi per manutenzioni e riparazioni
(-) Altri costi
(-) Carico fiscale su saldo gestione operativa (IRES e IRAP)
<b>(=) Flusso netto di circolante della gestione corrente</b>
(+/-) Variazione del capitale circolante netto
(-/+ Investimenti (Disinvestimenti) in immobilizzazioni
<b>(=) Flusso di cassa operativo</b>

---

Come sopra sottolineato, nei primi anni della concessione, il cash flow sarà verosimilmente negativo per gli esborsi connessi alla realizzazione delle opere, per poi assestarsi successivamente su valori positivi durante la gestione. Per misurare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti e la liquidità finale, è necessario tenere in considerazione, rispettivamente, l'incidenza della quota capitale e degli interessi da restituire ai finanziatori e l'ammontare dei dividendi distribuiti, come sintetizzato di seguito.

**Tabella 7 - Dal flusso di cassa operativo al saldo di cassa di periodo**

---

<b>Flusso di cassa operativo</b>
(+) Versamenti capitale sociale
(+) Accensione finanziamenti
(+) Imposte su reddito operativo
(-) Imposte su reddito netto
<b>(=) Flusso di cassa disponibile per il <i>debt service</i></b>
(-) Pagamento interessi passivi
(-) Rimborso quote capitale debito
<b>(=) Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)</b>
(-) Distribuzione dividendi ad azionisti
<b>(=) Flusso di cassa netto dell'esercizio</b>

---

---

<sup>92</sup> Si fa presente come, in molti casi, le uscite connesse agli investimenti in immobilizzazioni non siano riferite solo al periodo iniziale della concessione, sia per la natura e le caratteristiche tecniche dell'opera che per le modalità di esecuzione (si pensi, ad esempio, all'ipotesi di una realizzazione per lotti funzionali, in cui la costruzione dei manufatti può avvenire in base alla effettiva necessità dell'utenza, anche per ridurre l'esposizione finanziaria iniziale).

Con l'avvicinarsi del progetto alla conclusione del periodo concessorio, i finanziamenti contratti vengono progressivamente restituiti e i ricavi di gestione sono destinati alla copertura dei costi operativi e, successivamente, alla remunerazione degli sponsor sotto forma di dividendi. Particolarmente interessante risulta essere l'ammontare del flusso di cassa legato all'ultimo esercizio di gestione, che varia in virtù della tipologia contrattuale utilizzata per la realizzazione e la gestione dell'investimento considerato: nell'ambito di uno schema *Build Operate and Own* (BOO)<sup>93</sup>, in cui la proprietà della struttura è attribuibile all'SPV, il flusso è rappresentato dall'indennità di fine concessione o dal valore di realizzo delle strutture e del capitale circolante in essere; al contrario, nel caso di concessione di tipo *Build Operate and Transfer* (BOT)<sup>94</sup>, l'ente concedente non corrisponde alcuna indennità all'SPV, poiché è già proprietario della struttura ed il flusso terminale sarà quindi determinato dalla sola liquidazione del circolante. Da quanto appena rilevato, appare chiaro come la corretta elaborazione di un rendiconto finanziario che definisca l'andamento del cash flow operativo e di quello disponibile per gli azionisti rappresenti certamente un'operazione estremamente delicata: gli assunti di base e gli output del documento, in termini di importi, tempistica e tipologia, incidono in maniera rilevante sulla performance dell'investimento e, di conseguenza, sulla possibilità della sua effettiva realizzazione.

### 3.4. Gli indicatori di redditività

Il comma 8-bis dell'art. 143 del Codice<sup>95</sup>, nello stabilire la necessità di definire i presupposti e le condizioni di base del piano economico-finanziario, per verificare la sussistenza del relativo equilibrio, fa esplicito "*riferimento ad indicatori di redditività*". Come fin qui evidenziato, tali parametri saranno fortemente influenzati dalla dinamica e dalla scansione cronologica dei flussi di cassa del progetto, attesa l'importanza della variabile temporale in ambito finanziario, in base alla quale, per confrontare grandezze che si manifestano in momenti diversi, è necessario renderle omogenee tra loro attraverso un opportuno processo di attualizzazione (*supra*)<sup>96</sup>. Tale logica è alla base della costruzione di uno dei principali indicatori di performance da utilizzare nell'ambito di una procedura di Project Financing<sup>97</sup>, ossia il Valore Attuale Netto (VAN), il quale rappresenta la somma algebrica attualizzata dei flussi di cassa in entrata ed in uscita generati dal progetto: si costruisce sottraendo il valore attuale dell'investimento iniziale (INV) dai cash flow prodotti successivamente alla sua entrata a regime. Se l'esborso monetario avviene solo nel corso dei primi anni, la formula del VAN può essere espressa come segue:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{FCO_t}{(1+r)^t} - INV$$

dove FCO rappresenta i flussi di cassa in entrata al tempo  $t$ ,  $r$  esprime il tasso di attualizzazione e INV l'esborso iniziale. Se le spese connesse all'investimento avvengono in anni differenti, la formula diventa la seguente:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{FCO_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{INV_t}{(1+r)^t}$$

Il VAN, in definitiva, esprime l'incremento (o decremento) di ricchezza, valutata in termini finanziari, generato dall'investimento in questione, come se fosse immediatamente disponibile: un progetto sarà realizzato nel momento in cui mostra un valore attuale netto positivo<sup>98</sup>, che testimonia, in sostanza, la capacità di generare flussi monetari sufficienti a

<sup>93</sup> Lo SPV provvede alla costruzione dell'opera e successivamente ne continua la gestione rimanendone proprietario e beneficiando direttamente degli utili. I rapporti con la Pubblica Amministrazione si limitano all'ottenimento dei permessi di realizzazione dell'opera senza l'utilizzo dell'istituto della concessione.

<sup>94</sup> Lo SPV provvede alla costruzione dell'opera e successivamente ne continua la gestione per il periodo di tempo definito dalla concessione beneficiando direttamente degli utili. Al termine della concessione avrà luogo il trasferimento gratuito dell'opera realizzata alla Pubblica Amministrazione salvo rinnovo della stessa.

<sup>95</sup> Introdotto dal D.L. 69/2013.

<sup>96</sup> J. BERK - P. DEMARZO, *Corporate Finance*, Pearson International Edition, Boston (MA), 2007.

<sup>97</sup> Tra i possibili indicatori di performance per la valutazione dei progetti di investimento, l'Unità Tecnica Finanza di Progetto fa riferimento prevalentemente al valore attuale netto (VAN) e al tasso interno di Rendimento (TIR); si veda UFPF, *La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata*, Maggio 2012.

<sup>98</sup> T. DAVIES - T. BOCZKO - J. CHEN, *Strategic Corporate Finance*, McGraw-Hill Higher Education, Maidenhead, 2008.

ripagare l'esborso iniziale, remunerare i capitali impiegati nell'operazione e lasciare eventualmente risorse disponibili per altre ulteriori destinazioni. La quantificazione del VAN contempla generalmente un procedimento articolato in due stadi, il primo dei quali prevede che la valutazione venga effettuata considerando un'ipotesi di finanziamento del progetto con apporto esclusivo di capitale proprio (alternativa *all equity*): in tal caso, il tasso di attualizzazione da impiegare rispecchierà il solo costo del capitale di rischio, corrispondente al rendimento richiesto dagli azionisti in assenza di indebitamento. La seconda fase, invece, contempla la possibilità di fare ricorso a fonti di copertura esterne in aggiunta ai mezzi propri messi a disposizione dagli azionisti. Al valore creato dall'investimento in esame, considerato indipendentemente dalla struttura finanziaria ipotizzata (primo stadio), si andrà ad aggiungere il valore attuale dei risparmi d'imposta dovuti alla possibilità di dedurre dal reddito imponibile gli interessi passivi di competenza (beneficio fiscale del debito); in tal caso il costo del capitale investito utilizzato sarà rappresentato dal costo medio ponderato del capitale in precedenza analizzato (WACC).

Il secondo indicatore utilizzato per valutare la convenienza di un investimento in Project Financing è costituito dal Tasso Interno di Rendimento (TIR) di progetto; esso definisce il valore che, utilizzato nella precedente formula del VAN come coefficiente di attualizzazione, renderebbe il valore attuale netto dei flussi di cassa pari a zero, annullando quindi il risultato economico dell'operazione. Dal punto di vista matematico, tale indicatore è calcolabile attraverso la risoluzione della seguente equazione:

$$\sum_{t=0}^n E_t(1 + TIR)^{-t} = \sum_{t=0}^n U_t(1 + TIR)^{-t}$$

Dove:  $E_t$  = flussi di cassa in entrata al tempo  $t$

$U_t$  = flussi di cassa in uscita al tempo  $t$

Valutando un investimento attraverso l'analisi del TIR, si sceglierà di intraprenderlo solo nel caso in cui il suo valore sia superiore al costo stimato del capitale investito: in questa evenienza, infatti, anche il VAN risulterà positivo, dimostrando che il progetto risulta conveniente.

Oltre che dal punto di vista strettamente operativo, la convenienza economica di un'operazione di Project Financing deve essere valutata anche ponendosi nell'ottica dei soci della società di progetto, al fine di determinare il livello di redditività del capitale da essi apportati. In tal caso, il VAN ed il TIR andranno calcolati sui flussi di cassa di spettanza degli azionisti e il tasso di attualizzazione utilizzato come riferimento esprimerà il solo costo opportunità del capitale di rischio. La valutazione del VAN e del TIR dei soci, pur basandosi sugli stessi principi o sulle medesime formule, si presenta leggermente più complessa: in questo caso, il valore attuale netto ed il tasso interno di rendimento saranno determinati in relazione ai flussi di cassa in entrata ed in uscita riguardanti i portatori di capitale proprio. Gli esborsi finanziari, che possono avvenire all'anno 0 o protrarsi per più esercizi, sono costituiti principalmente dalle risorse apportate ai fini della realizzazione dell'investimento, sotto forma di capitale sociale, finanziamento infruttifero, anticipazioni, ecc.. Oltre a eventuali restituzioni dei mezzi precedentemente forniti, i flussi in entrata sono costituiti prevalentemente dai dividendi che i soci si vedranno riconosciuti in seguito al buon esito del progetto. Tale impostazione appare più corretta rispetto a quella sostenuta da altri modelli, che propongono di effettuare la valutazione della redditività dei mezzi propri attraverso l'analisi del *free cash flow to equity*, sulla base della formula esplicitata in Tabella 7. Tale ultima impostazione, pur offrendo certamente il vantaggio di una maggiore immediatezza e semplicità applicativa (non è necessario, ad esempio, ipotizzare il valore del payout ratio), appare meno rigorosa e, soprattutto, può generare concreti rischi di sovrastimare i risultati derivanti dall'analisi in questione. Si sottolinea come, mentre per il calcolo del VAN di progetto i flussi sono attualizzati utilizzando il costo medio ponderato del capitale, nel caso del VAN Equity, è opportuno fare riferimento solo al costo del capitale proprio, che diventa anche il valore soglia con cui confrontare il tasso interno di rendimento.

### 3.5. L'analisi della sostenibilità finanziaria

La redditività di un progetto non implica necessariamente la sua sostenibilità dal punto di vista finanziario, che si estrinseca, oltre che in un'adeguata remunerazione per gli sponsor, nella capacità dell'investimento di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti contratti. Anche in questo caso, è lo stesso legislatore, al succitato art.



143, comma 8-bis a fare riferimento a "indicatori [...] di capacità di rimborso del debito". Quanto detto può essere rappresentato dalla semplice condizione secondo cui il flusso di cassa netto cumulato, determinato come somma dei flussi di cassa netti annuali calcolati secondo il procedimento illustrato in precedenza, dovrà assumere un valore sempre positivo, al limite pari a zero, per ogni periodo di analisi considerato. Dal punto di vista strettamente operativo, gli indicatori maggiormente utilizzati per definire la sostenibilità e la "bancabilità" di un investimento sono costituiti da:

- DSCR (debt service cover ratio), pari al rapporto, calcolato per ogni dato periodo dell'orizzonte temporale previsto per la durata dei finanziamenti, tra il flusso di cassa disponibile per il *debt service* (così come sopra determinato) e il servizio del debito comprensivo di quota capitale (C) e quota interessi (I), come rappresentato dalla formula seguente:

$$DSCR = \frac{FCD_t}{I_t + C_t}$$

La sostenibilità del servizio del debito in ogni esercizio sarà raggiunta con un DSCR superiore all'unità; tuttavia, al fine di garantire un certo margine di sicurezza, è buona norma considerare come soglia limite il valore pari almeno a 1,25/1,3 (per progetti *greenfield* di dimensioni significative, sono spesso previsti valori più elevati, che possono arrivare a 1,5/1,6). Ovviamente, poiché nella definizione del *range* di variazione di tale indicatore non esiste un livello standard con cui confrontarne il valore, il limite considerato ammissibile verrà di volta in volta negoziato con i finanziatori in relazione alla rischiosità del progetto, alla garanzie fornite e al potere contrattuale delle parti.

- LLCR (loan life cover ratio), che, diversamente dal DSCR, non agisce in ottica puntuale ma analizza la sostenibilità delle debitoria nel *continuum* della gestione dell'investimento, facendo riferimento all'intera durata del finanziamento. Tale indicatore è definito come il quoziente tra la somma attualizzata dei flussi di cassa disponibili per il servizio del debito, compresi fra l'istante di valutazione e l'ultimo anno previsto per il rimborso dei finanziamenti (m), e il debito residuo (D) considerato allo stesso momento, come rappresentate dall'equazione riportata di seguito:

$$LLCR = \frac{\sum_{t=1}^m \frac{FCD_t}{(1+i)^t}}{D_t}$$

Anche in questo caso, appare chiara la necessità che il valore dell'indicatore si attesti, durante ogni esercizio, su valori superiori all'unità.

- PLCR (project life cover ratio), in maniera simile al LLCR, agisce in un'ottica dinamica: per ogni periodo di riferimento, si procede a confrontare la capienza dei flussi di cassa futuri attualizzati rispetto al totale dei debiti residui. Diversamente dall'indicatore precedente, il periodo di analisi non è riferito alla *duration* del finanziamento, bensì all'intera durata del progetto (n), stabilita dal contratto di concessione (di norma più estesa). Anche a livello strettamente matematico, l'unica differenza rispetto alla formula del LLCR risiede nel numero di anni considerati per l'attualizzazione dei flussi di cassa.

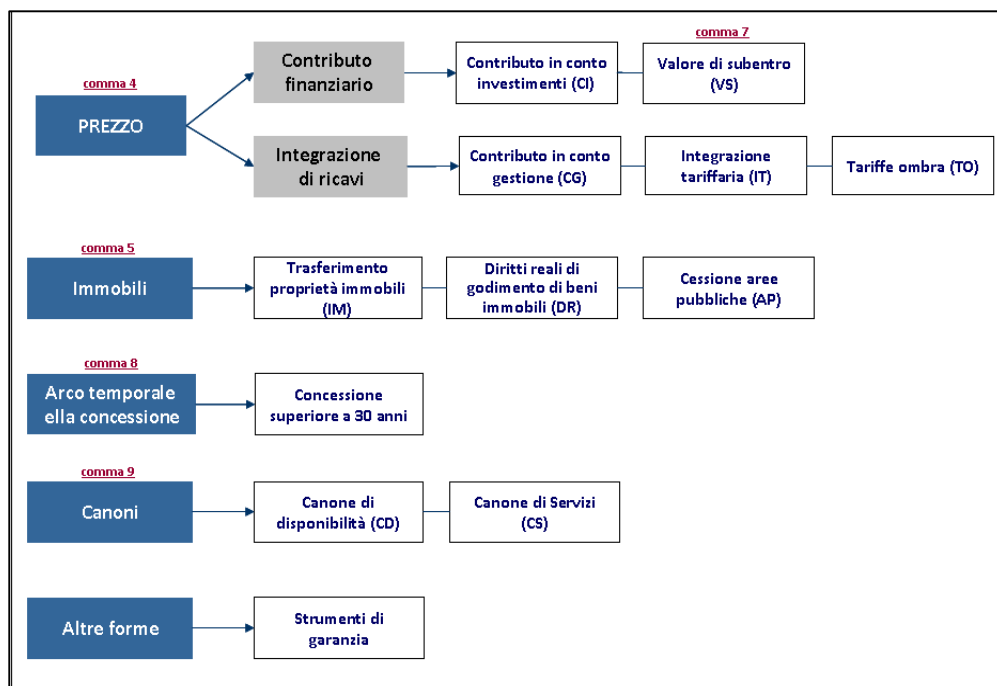
$$PLCR = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{FCD_t}{(1+i)^t}}{D_t}$$

### 3.6. La valutazione del contributo pubblico: necessità e congruità

L'analisi di redditività e sostenibilità finanziaria è fondamentale anche ai fini della valutazione della necessità di un eventuale intervento, a supporto dell'operatore privato, da parte della stazione appaltante, che rappresenterebbe una variazione allo schema concessorio classico, in base al quale "la *controprestazione a favore del concessionario consiste, di regola, unicamente nel diritto di gestire funzionalmente e di sfruttare economicamente tutti i lavori realizzati*" (art. 143, c.3). Nel corso del tempo, come già parzialmente sottolineato in precedenza, le possibilità di sostegno pubblico si sono ampliate per numero e tipologia, consentendo agli enti pubblici di contribuire al buon esito dell'iniziativa attraverso una serie di strumenti previsti dall'art. 143, che possono essere suddivisi in diverse categorie e riepilogati come segue:

- *prezzo* (comma 4): può assumere la forma di contributo finanziario (es.: in conto investimenti) o integrazione di ricavi (contributo in conto gestione, tariffe ombra, ecc.);
- *opere/servizi accessori* (comma 4): al concessionario può essere attribuita "la gestione funzionale ed economica, anche anticipata, di opere o parti di opere già realizzate";
- *beni immobili* (comma 5): fabbricati o aree da cedere in proprietà, diritto di superficie, ecc;
- *valore di subentro* (comma 7): nel caso in cui l'investimento non sia totalmente ammortizzato alla fine della concessione, è possibile prevedere un corrispettivo per tale valore residuo a carico del concessionario subentrante;
- *prolungamento della concessione* (comma 8): in deroga al comma 6, è possibile strutturare un'operazione su un arco temporale superiore ai 30 anni;
- *canoni* (comma 9): le amministrazioni aggiudicatrici possono affidare in concessione opere destinate alla utilizzazione diretta della P.A., in quanto funzionali alla gestione di servizi pubblici, dietro il pagamento di un canone (di disponibilità, di servizi, ecc.). Tale ipotesi, in cui la stazione appaltante è anche il *main payer*, è praticabile a condizione che resti a carico del concessionario l'alea economico - finanziaria della gestione dell'opera, come evidenziato in precedenza;
- *strumenti di garanzia*, volti a rendere più agevole l'accesso al credito per il concessionario.

Figura 3 – Le possibili forme di contributo pubblico

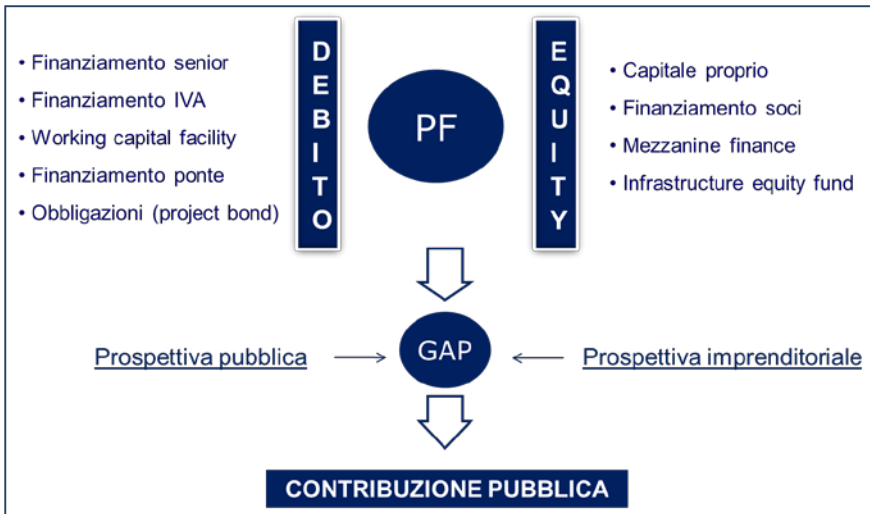


Fonte: "Il partenariato pubblico – privato: normativa, implementazione metodologica e buone prassi nel mercato italiano" – Studio EPAS.

Pur in presenza di differenze dal punto di vista strutturale e cronologico<sup>99</sup>, l'obiettivo comune alle varie tipologie di contributo pubblico è quello di rafforzare la bancabilità dell'investimento e migliorarne la redditività complessiva, qualora autonomamente non siano soddisfacenti. Di conseguenza, nei casi in cui la sola gestione dell'opera pubblica non consenta una remunerazione congrua, superiore al costo del capitale apportato, può essere giustificato l'intervento da parte della stazione appaltante attraverso la previsione di un contributo.

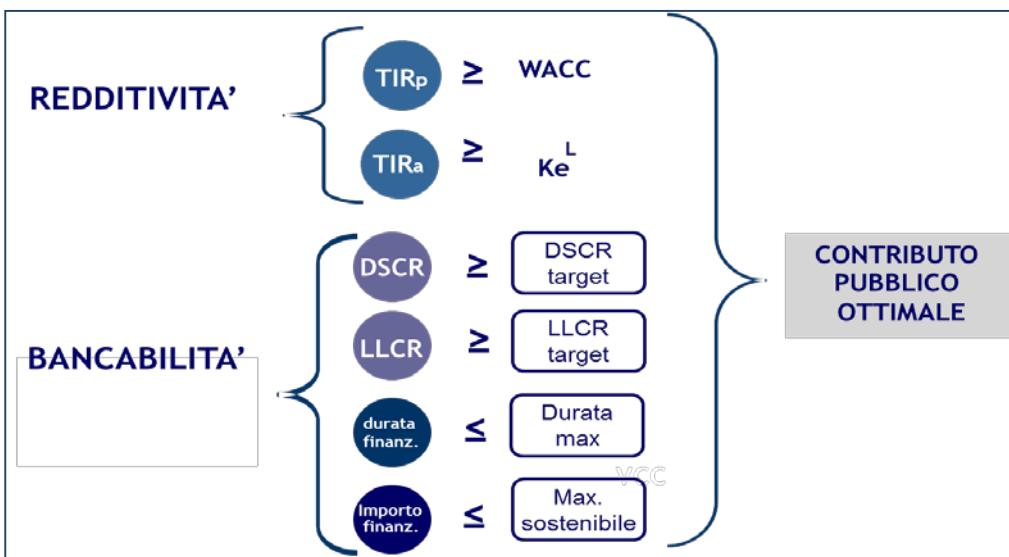
<sup>99</sup> Alcuni tipi di contributo agiscono in fase di costruzione, altri durante la gestione, ecc.

Figura 4 – Gli elementi di analisi per la valutazione del contributo pubblico



La necessità, l'ammontare e la modalità di corresponsione del prezzo devono essere definite sulla base di valutazioni non eccessivamente discrezionali, che siano ancorate a parametri oggettivi e quantificabili, vale a dire gli "indicatori di redditività e di capacità del rimborso del debito" citati dall'art. 143, comma 8-bis e sopra descritti.

Figura 5 – La verifica della congruità del "prezzo"



Fonte: Elaborazione da "Il partenariato pubblico – privato: normativa, implementazione metodologica e buone prassi nel mercato italiano" – Studio EPAS.

Ancorché, come fin qui sottolineato, gli indicatori di redditività rappresentino elementi fondamentali sia nella fase di aggiudicazione che, soprattutto in quella di gestione della concessione, una recente indagine del Governo<sup>100</sup> ha

<sup>100</sup> Dipartimento per la Programmazione e il Coordinamento della Politica Economica – "Il project financing per la realizzazione delle opere pubbliche in Italia. Stato dell'arte, criticità e prospettive Cosa accade dopo l'aggiudicazione dei contratti di concessioni di lavori: da un'analisi di oltre 1.000 progetti tra il 2002 e il 2014". Settembre 2015.

---

evidenziato una sostanziale carenza in relazione a tali informazioni. Delle 961 opere prese in esame, per quanto attiene alla redditività dell'investimento:

- 189 presentano il valore del TIR di progetto;
- 133 il Valore Attuale Netto (VAN) di progetto;
- 96 presentano il valore del TIR degli azionisti;
- 48 il Valore Attuale Netto (VAN) degli azionisti.

Il valore medio del TIR azionisti è pari al 9,45%. Considerando che per circa il 90% delle opere analizzate in cui tale indicatore è presente, è già stato dato avvio ai lavori, tale soglia sembra poter essere correttamente assunta come benchmark di riferimento per il rendimento medio richiesto dagli azionisti in Italia nelle opere medio piccole in concessione di lavori pubblici. Per ciò che riguarda le operazioni che presentano un contributo in conto gestione, il rendimento dell'azionista mostra un valore medio inferiore, pari all'8,96%. Tale correlazione sembra segnalare che le opere in cui l'Amministrazione è il principale acquirente dei servizi resi dall'infrastruttura presentano mediamente un rischio minore per l'investitore: in tali opere, infatti, di norma il rischio di mercato non è interamente a carico del soggetto privato, ma anzi viene sopportato in larga maggioranza dal soggetto pubblico.

In relazione alla bancabilità, i dati dell'indagine evidenziano i seguenti parametri:

- durata media dei finanziamenti pari a circa 17,5 anni;
- tasso di interesse medio sul debito *senior* pari al 6,2%;
- importo medio pari a circa 9 milioni di euro.

Nell'ambito delle operazioni che presentavano il DSCR (circa 120), l'analisi dei valori medi mostrati nei piani economico-finanziari evidenzia i seguenti risultati:

- DSCR medio pari a circa 1,77;
- DSCR minimo pari a circa 1,09.

### 3.7. La valutazione e gestione dei rischi: analisi di sensitività e di scenario

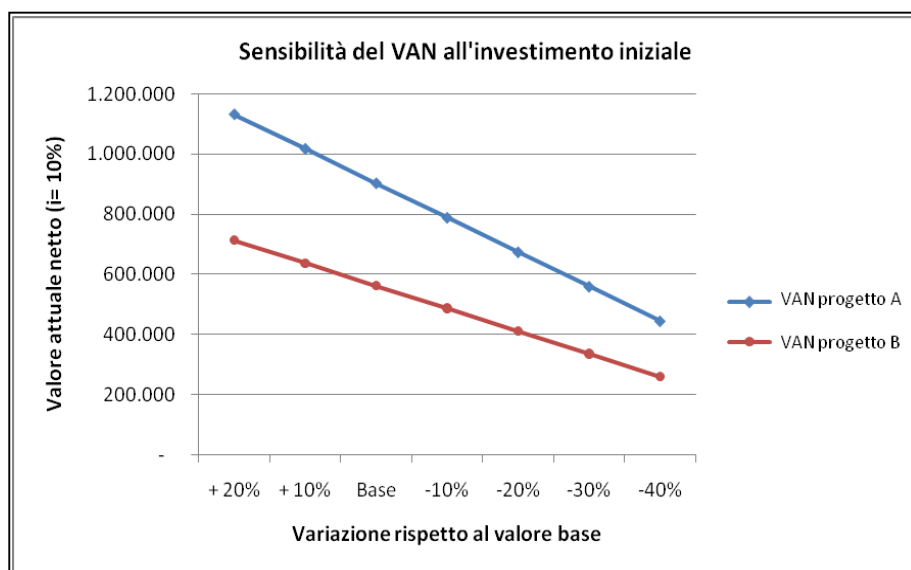
Nel presente documento, è stato più volte richiamato il concetto di rischio, l'importanza della sua valutazione e della sua corretta allocazione tra i soggetti a vario titolo coinvolti in un'operazione di Project Financing. Anche per ciò che concerne gli aspetti più strettamente connessi al PEF e alla verifica della redditività e sostenibilità dell'investimento, poiché ci si muove in condizioni di incertezza, è opportuno effettuare simulazioni che consentano di comprendere le conseguenze sul progetto di eventuali cambiamenti nei dati di input posti a base delle proiezioni economico-finanziarie. Il primo *step* nella stima del rischio, dunque, consiste nell'elaborare un'analisi di tipo "*what if*", per valutare la sensibilità degli indicatori e della sostenibilità dell'operazione in caso di modifica di alcune variabili chiave, da individuare come *driver* per la costruzione dell'intero piano. Nello specifico caso del Project Financing, la *sensitivity analysis* è di fondamentale supporto anche per la scelta delle modalità di *procurement* per la realizzazione di una determinata opera pubblica e può coinvolgere, ad esempio, l'ammontare dei costi di realizzazione, l'entità degli oneri di manutenzione, l'onerosità del debito, il valore del costo medio ponderato del capitale, la consistenza della domanda di mercato, e così via<sup>101</sup>. Nella figura successiva, a titolo esemplificativo, è rappresentato il profilo del VAN di due progetti distinti al variare dell'ammontare dell'investimento iniziale, che costituisce uno dei parametri più rilevanti nell'alterazione delle performance dell'iniziativa<sup>102</sup>.

---

<sup>101</sup> E. BORGONOVO – L. PECCATI, "Sensitivity analysis in investment project evaluation", *International journal of Production Economics*, 2004, Vol. 90, pagg. 17 – 25; D.G. WOODWARD, "Use of sensitivity analysis in build-own-operate-transfer project evaluation", *International Journal of Project Management*, 1995, Vol. 13 (4), pagg. 239-246,

<sup>102</sup> M.C. EHRHARDT – J.R. WACHOWICZ Jr., "Capital Budgeting and Initial Cash Outlay (ICO) Uncertainty", *Financial Decisions*, 2006, Summer, art. 2.

Figura 6 – Analisi di sensitività del valore attuale netto rispetto ai costi di realizzazione dell'opera



Nell'esempio in esame il progetto A, pur essendo superiore all'investimento B nel *base case*, mostra una maggiore sensibilità a variazioni nell'esborso iniziale, come testimoniato dalla maggiore inclinazione della retta del VAN, di cui si dovrà tenere conto in sede di valutazione. Lo stesso tipo di analisi, come detto, può essere realizzato in relazione ad altre variabili considerate "sensibili" rispetto alla fattibilità del progetto del punto di vista della sua redditività e "bancabilità".

Un'evoluzione dell'analisi di sensitività è rappresentata dalla cosiddetta *analisi di scenario*, che può essere considerata come una sorta di *sensitivity* multipla: attraverso l'utilizzo di tale tecnica, si creano differenti scenari<sup>103</sup>, modificando più parametri contemporaneamente, valutando i risultati conseguenti e assegnando un determinato livello di probabilità al verificarsi di uno degli scenari ipotizzati.

In base a quanto appena considerato, appare chiaro come una valutazione completa ed esaustiva di un investimento in Project Financing, soprattutto per il coinvolgimento di risorse ed attori pubblici, non possa prescindere da una accorta ed approfondita analisi dei rischi e delle probabilità sottese al raggiungimento degli obiettivi di redditività e sostenibilità stabiliti in sede di pianificazione. Solo attraverso l'utilizzo di strumenti quali analisi di sensitività e di scenario, sarà possibile stimare le effettive e concrete possibilità di portare a termine il processo di realizzazione dell'opera pubblica, garantendone un'adeguata gestione e la ottimale fruibilità nel corso del tempo.

### 3.8. Il *closing* finanziario

Come già fin qui accennato, una delle principali criticità legate alle operazioni di partenariato pubblico-privato è legato alle difficoltà connesse all'ottenimento del *financial closing*, come testimoniato dal dato relativo all'anno 2014, durante il quale in tutta Europa solo 82 operazioni tra le operazioni di PPP censite hanno raggiunto il *closing* finanziario<sup>104</sup>, per un valore complessivo pari a circa 18,7 miliardi. Beneficiando del graduale allentamento dei vincoli sui prestiti bancari nel panorama europeo, i finanziamenti nel 2014 hanno goduto di un lieve miglioramento delle condizioni di accesso al credito rispetto all'anno precedente, dovuto anche a una riduzione dei margini bancari (*spread*) medi sui finanziamenti erogati.

Per quanto riguarda la situazione italiana, rispetto al picco di 11 *closing* di importo superiore ai 10 milioni di euro del 2007, è stata registrata una sola operazione sia nel 2009 che nel 2012. Nel 2013, invece, 4 operazioni in PPP hanno raggiunto la sottoscrizione del contratto di finanziamento, attraverso le quali il valore del PPP italiano (4,4 miliardi di euro) si è

<sup>103</sup> Generalmente si elaborano almeno tre tipologie di scenario, affiancando all'ipotesi considerata più verosimile (*base case* o *likely case*) una peggiorativa (*worst case*) ed una migliorativa (*best case*). Attraverso l'assegnazione di un livello di probabilità per ogni scenario, è possibile financo elaborare versioni "avanzate" degli indicatori di redditività fin qui analizzati, come, ad esempio, il VAN e il TIR di tipo probabilistico.

<sup>104</sup> European PPP Expertise Centre (EPEC) - "Market update 2014". Il dato è in leggera crescita rispetto al 2013 e in discreto rialzo rispetto al 2012, anno finale di una lunga crisi del settore iniziata nel 2009.

---

attestato al secondo posto in Europa in termini di importo, alle spalle del mercato britannico (6 miliardi di euro)<sup>105</sup>. Nel 2014, senza le due grandi opere dell'anno precedente (Brebemi e Tangenziale Est), il dato delle opere in partenariato pubblico-privato dell'Italia ci vede scivolare al sesto posto per importo dei *closing* finanziari<sup>106</sup>. In relazione ai soggetti finanziatori, giova sottolineare come in Italia non siano stati sottoscritti contratti in cui hanno partecipato investitori istituzionali (compagnie assicurative, fondi pensione, ecc.): tali soggetti, infatti, sono stati coinvolti in transazioni solo in sei nazioni e in 23 transazioni, che hanno beneficiato di una *maturity* molto elevata (in media 24 anni, con picchi di 43). Proprio la durata dei finanziamenti può essere menzionata come uno dei tanti elementi di criticità per l'intero comparto del PPP in Italia: prendendo in considerazione le sole tranche di *senior debt*, nel nostro paese la *maturity* media è pari a 18 anni, contro gli oltre 25 di realtà quali Regno Unito, Austria e Germania. Un dato simile non aiuta certamente i *closing* finanziari, che in questi anni, come si è evidenziato, non hanno seguito il trend crescente del numero di gare bandite. Tale fenomeno è indice delle difficoltà e delle criticità del settore del PPP, dovute principalmente a diversi fattori, che possono essere sintetizzati come segue:

- carenza di *expertise* nelle amministrazioni;
- tempi eccessivamente dilatati tra l'aggiudicazione e il *financial closing*<sup>107</sup>;
- inadeguatezza degli studi di fattibilità, spesso troppo concentrati su aspetti tecnici e urbanistici e lacunosi per ciò che concerne la verifica di aspetti economico-finanziari, ad esempio in relazione alla necessità/congruità di una forma di contribuzione pubblica;
- ricorso improprio a procedure di PPP in funzione sostitutiva dell'appalto tradizionale.

A tali elementi si aggiunge anche una qualità delle convenzioni mediamente bassa, a causa della quale troppi aspetti sono lacunosi o non ben definiti, creando un'incertezza e un'alea eccessiva, che gli istituti finanziari non sono disposti ad accollarsi. Le clausole più delicate (*infra*) riguardano le ipotesi di revisione del piano economico-finanziario (*risk sharing*, *benefit sharing* e così via), le cause di risoluzione e subentro, i rapporti con la società di progetto, i casi di *change in law* (*infra*), ecc. Clausole fumose e ambigue, scarsa definizione degli obblighi di concessionario e concedente trasformano in incertezza il rischio fisiologico che una banca dovrebbe sostenere, rendendo spesso quasi impossibile giungere a un opportuno *closing* finanziario. Per cercare di migliorare la bancabilità dei progetti, il legislatore è intervenuto con provvedimenti che possono rappresentare un valido, ancorché non esaustivo, supporto al finanziamento delle opere pubbliche. Si pensi, ad esempio, all'attuale comma 7 dell'art. 143<sup>108</sup>, che menziona in maniera esplicita la necessità che le offerte diano "conto del preliminarare coinvolgimento di uno o più istituti finanziari nel progetto".

Inoltre, la necessità di inserire nelle premesse della convenzione le condizioni dell'equilibrio economico-finanziario che, come in precedenza ricordato, faccia riferimento a indicatori di redditività e sostenibilità finanziaria, conferisce elementi di oggettività anche alle ipotesi di revisione del PEF, a vantaggio della bancabilità del progetto.

### 3.9. La comparabilità degli elaborati

Soprattutto per gli investimenti di importo più rilevante e per quelli in cui è prevista la corresponsione di un prezzo, la stazione appaltante potrebbe avere maggiore facilità di analisi delle proposte se gli elaborati fossero redatti in maniera comparabile tra loro. Mentre tale operazione si presenta difficile in relazione agli aspetti progettuali, potrebbe essere fattibile per ciò che concerne il piano economico-finanziario.

In particolare, all'interno del bando è possibile imporre l'utilizzo di determinate metodologie di analisi, individuando alcuni parametri standard che la proposta dovrà necessariamente contenere e che dovranno rendere le offerte facilmente confrontabili. Più specificamente, gli elaborati economico-finanziari potrebbero essere resi comparabili in relazione ai seguenti elementi:

---

<sup>105</sup> European PPP Expertise Centre (EPEC) - "Market update 2013".

<sup>106</sup> Alle spalle di Regno Unito, Turchia, Germania, Belgio e Olanda.

<sup>107</sup> La BEI stima tali tempi in un *range* compreso tra i 12 e i 16 mesi - Relazione Annuale UTPF 2011.

<sup>108</sup> Modificato ad opera del D.L. 1/2012.



- modalità di quantificazione dei flussi di cassa;
- trattamento dell'inflazione;
- costruzione degli indicatori di redditività e sostenibilità finanziaria;
- nel caso in cui il prezzo sia attribuito sotto forma dei diritti reali, modalità di determinazione del relativo valore;
- metodologia di calcolo del valore residuo;
- assunzioni fiscali

Poter analizzare il piano economico-finanziario sulla base di schemi e metodi di calcolo tra loro omogenei consentirebbe alle stazioni appaltanti di comparare le proposte nella maniera più opportuna ed efficiente.

#### 4. Esempi di strumenti innovativi di ingegneria finanziaria: l'iniziativa comunitaria "Jessica" e gli interventi infrastrutturali di riqualificazione urbana in Project Financing

L'iniziativa JESSICA (*Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas* - Sostegno europeo congiunto per investimenti sostenibili nelle aree cittadine) ha come obiettivo principale quello di convogliare le risorse dei fondi strutturali (FESR) in meccanismi di ingegneria finanziaria con la finalità di investire in progetti di sviluppo urbano. La creazione di siffatti meccanismi, caratterizzati dal fatto di essere strumenti *rotativi*, risponde all'esigenza di far fronte ad una minore disponibilità di risorse a disposizione delle Autorità di Gestione regionali degli Stati membri per il perseguimento degli obiettivi fissati nei Programmi Operativi. L'iniziativa JESSICA è nata dalla necessità di contrastare l'esiguità di fonti finanziarie pubbliche e private destinate allo sviluppo urbano sostenibile, alla riqualificazione di aree urbane degradate, all'efficientamento energetico e all'uso di energia da fonti rinnovabili. In quest'ottica, JESSICA rappresenta un'innovativa opportunità per le Autorità di Gestione responsabili dei Programmi Operativi finanziati dal FESR di ricorrere a metodologie più efficaci e più efficienti per la realizzazione delle operazioni finanziabili attraverso i Fondi Strutturali, eventualmente combinando prestiti e altri strumenti finanziari. I benefici attesi dall'utilizzo degli strumenti JESSICA sono molteplici:

- Da un lato, il carattere rotativo degli strumenti di ingegneria finanziaria può assicurare un sostegno di lungo-periodo ai processi di trasformazione urbana in quanto, alla sovvenzione a fondo perduto tradizionalmente utilizzata (consistente nel contributo a titolo di prezzo ex art. 143 del Codice), si affianca o addirittura si sostituisce un set di strumenti finanziari caratterizzati dal fatto che le risorse convogliate attraverso di essi ritornano all'interno del meccanismo una volta utilizzate e possono essere nuovamente impiegate per finanziare altri progetti o la prosecuzione di quelli precedentemente avviati.
- Nello stesso tempo, il ricorso a tali meccanismi permette di attrarre ulteriori risorse dal settore privato (attivando un significativo effetto leva), agevolando la creazione di partenariati fra quest'ultimo e il settore pubblico.
- Inoltre, l'utilizzo di strumenti finanziari permette di *responsabilizzare* il beneficiario finale, incentivando l'uso più efficace e più efficiente delle risorse pubbliche.
- Infine, la partecipazione della BEI e di altre istituzioni finanziarie permette di attrarre al progetto una dote di competenze manageriali e finanziarie specifiche.

In linea generale, rispondono ai requisiti generali di ammissibilità al finanziamento JESSICA i progetti:

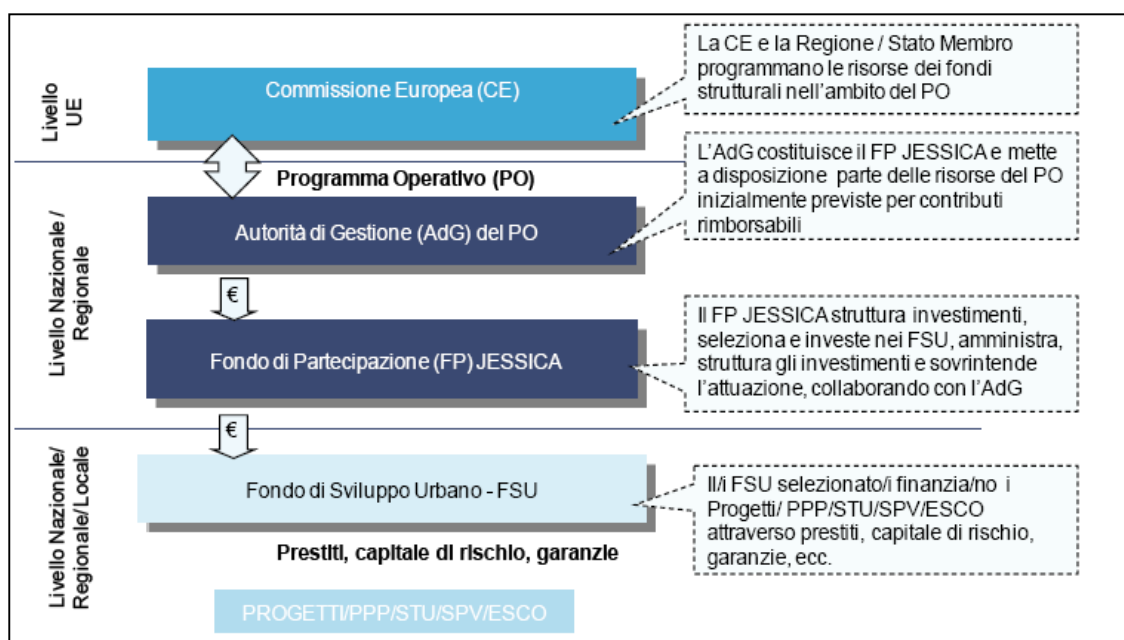
- inseriti in piani integrati di sviluppo urbano;
- non ancora conclusi, che prevedono il rimborso del capitale investito;
- con presenza di spese ammissibili, almeno in parte, ai Fondi Strutturali e capaci di contribuire al raggiungimento degli obiettivi del Programma Operativo del Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (il "POR FESR") da cui sono attinte le risorse.

Le risorse erogabili tramite JESSICA possono essere mirate, tra l'altro, alle seguenti tipologie di progetti:

- infrastrutture urbane, tra cui trasporti, porti, risorse idriche, trattamento di acque reflue, energia;
- elementi del patrimonio storico o culturale, per finalità turistiche o altri utilizzi sostenibili;
- riconversione di siti industriali abbandonati, comprese le opere di decontaminazione e di bonifica;
- spazi ad uso ufficio per piccole e medie imprese e per aziende di settori quali informatica e R&S;
- edifici universitari, comprese le strutture mediche, biotecnologiche e di altri ambiti specialistici;
- miglioramento dell'efficienza energetica.

Il funzionamento del fondo e gli attori coinvolti possono essere sintetizzate nello schema che segue.

Figura 7 – La struttura del Fondo Jessica



Come può osservarsi con lo schema che precede, l'attuazione di Jessica può essere realizzata attraverso due diverse modalità operative:

- la prima alternativa prevede la realizzazione di un Fondo di partecipazione, nel quale entrano in gioco anche la BEI e altre istituzioni finanziarie, che contribuiscono ad alimentarlo assieme alle risorse stanziare dalla Regione attraverso il FESR. Successivamente, il Fondo di Partecipazione (FP) finanzia uno o più Fondi di Sviluppo Urbano (FSU), che possono avere diverse finalità (riqualificazione urbana, efficienza energetica e fonti rinnovabili, etc.). Il vantaggio di questa soluzione risiede nella possibilità di disporre di soggetti gestori qualificati, rappresentati da SGR che partecipano ad una vera e propria gara per la partecipazione e gestione del Fondo, mentre lo svantaggio sta in maggiori oneri gestionali.
- La seconda opzione prevede che l'Autorità di Gestione finanzia direttamente i Fondi di Sviluppo Urbano unici o tematici, con minori costi di gestione, ma anche minor capacità di gestione e controllo dei processi.

Giova rilevare come, sino ad ora, nelle esperienze italiane già avviate si sia sempre seguita la prima opzione. In quanto gestore del Fondo di Partecipazione, la BEI garantisce il conseguimento della Strategia di Investimento, coordinandosi con la Autorità di Gestione (AdG) sulle scelte strategiche; svolge attività relative alla selezione dei FSU, negozia gli accordi con i FSU, monitora e controlla l'operato dei FSU; fornisce supporto all'AdG nell'interpretazione della normativa europea applicabile agli strumenti di ingegneria finanziaria; provvede alla formazione degli intermediari e altri attori chiave per supportare l'implementazione di JESSICA e lo sviluppo dei Partenariati Pubblico-Privato (PPP) nel settore urbano. Il Fondo

---

di Sviluppo Urbano, di contro, identifica le tipologie di progetti da includere nel portafoglio progetti in conformità con la strategia d'investimento definita dall'Autorità di Gestione; si occupa dell'analisi e gestione degli iter procedurali e autorizzativi e interazione con soggetti pubblico-privati; gestisce le aspettative di rendita dei diversi *stakeholders* coinvolti nel progetto; pone in essere strumenti di controllo e monitoraggio che includono verifiche della documentazione, rendicontazioni, visite di controllo e rapporti di audit; investe le risorse nei Progetti Urbani che presentano le caratteristiche di ammissibilità all'iniziativa JESSICA.

Attualmente la BEI gestisce 18 Fondi di Partecipazione operativi in 9 stati membri, per un totale di circa 1,8 miliardi di euro gestiti tramite gli accordi intrapresi con Autorità degli Stati Membri. Per quanto riguarda i Fondi di Sviluppo Urbano, 35 accordi sono stati siglati per la creazione di questi per un totale di 1,2 miliardi di euro mobilitati. Ulteriori accordi sono in fase di negoziazione.

#### 4.1. L'attuazione del fondo Jessica

Il Fondo di Partecipazione, nella maggior parte dei casi (vedi Sardegna e Sicilia in Italia), è stato creato con la costituzione di un patrimonio separato all'interno della BEI, soggetto a controllo e gestito secondo le strategie definite nell'accordo di base, con la finalità di finanziare i FSU. I Fondi di Sviluppo Urbano devono essere gestiti necessariamente da SGR, che, come visto, sono individuati attraverso procedure ad evidenza pubblica. Nel caso della Sardegna, ad esempio, sono stati selezionati due FSU, il primo destinato al finanziamento di progetti di sviluppo urbano, proposto e gestito dal Banco di Sardegna, ed il secondo finalizzato al finanziamento di progetti nel settore dell'energia ed efficientamento energetico, proposto e gestito dalla società Fondo Sardegna Energia S.R.L., detenuta al 100% da Equiter Spa, società del gruppo Intesa San Paolo. La Sicilia, prima regione italiana ad attivare lo strumento di Jessica, ha agito attraverso una dotazione finanziaria iniziale di 90 milioni di euro del suo Fondo di Partecipazione. Sono stati costituiti quindi due FSU, di cui uno destinato ad agire in termini multisettoriali nell'ambito della riqualificazione urbana, gestito da Equiter Spa del gruppo Intesa San Paolo, ed il secondo destinato al finanziamento di interventi di efficienza energetica, gestito da ICCREA Bancaimpresa. In entrambe le regioni citate, è utile sottolineare che la convenzione sottoscritta tra il Fondo Partecipazione e gli FSU prevede una quota di cofinanziamento da parte di questi ultimi che fa lievitare in modo significativo le risorse disponibili. I FSU selezionati potranno erogare prestiti alle Amministrazioni Locali oppure investire o prestare risorse a PPP (Partenariati Pubblico Privati), STU (Società di Trasformazione Urbana), SPV (Società di Progetto), ESCo (Energy Service Company), secondo uno o più degli strumenti di seguito esemplificati:

- a) **Prestiti a PPP/STU/SPV/ESCO** - Il FSU eroga le risorse del Fondo Partecipazione come prestiti a PPP/STU/SPV/ESCO che realizzano l'opera con procedure del partenariato. Le risorse del FP prestate dal FSU a PPP/STU/SPV/ESCO sono utilizzate nella fase di costruzione e le PPP/STU/SPV/ESCO le restituiscono (secondo un piano di ammortamento concordato) al FSU con gli interessi. In questo caso le risorse del FP devono essere remunerate a tassi in linea con il mercato secondo la norma sugli Aiuti di Stato. Il servizio del prestito può assumere diversi livelli di subordinazione: il debito *senior* gode di una posizione prioritaria, sotto il profilo del rimborso, rispetto a tutte le altre forme di finanziamento; il debito *mezzanine* è un debito subordinato, nel rimborso, al debito privilegiato e s'inserisce in una posizione "mediana", al di sopra dell'*equity* sia per le distribuzioni di flussi di cassa (vale a dire priorità nelle entrate e nelle uscite di cassa di un progetto) che per la liquidazione del partner privato.
- b) **Equity a PPP/STU/SPV/ESCO** - Il FSU agisce come investitore, acquisendo azioni o quote della PPP/STU/SPV/ESCO. Le risorse del FP vengono conferite al FSU che le investe come *equity* ottenendo in cambio dividendi e/o *capital gain*. Secondo la normativa sugli Aiuti di Stato le risorse del FP devono essere remunerate ad un rendimento simile a quello di mercato.
- c) **Prestiti alle Amministrazioni Locali** - Il FSU eroga le risorse del FP come prestiti ai Comuni che realizzano le opere con la procedura dell'appalto. Le risorse prestate alle Amministrazioni Locali sono utilizzate per realizzare le opere previste e le Amministrazioni le restituiscono (secondo un piano di ammortamento concordato) al FSU. Anche in questo caso, il servizio del prestito può assumere diversi livelli di subordinazione, sulla scorta di quanto analizzato al punto a).

---

Al momento molte altre regioni hanno avviato la procedura per attivare lo strumento di Jessica. La programmazione 2014-2020, tra l'altro, sottolinea l'assoluta centralità dei sistemi urbani quali strumenti prioritari per lo sviluppo regionale. In periodi di scarsità di risorse e di impossibilità di accesso al credito, questi strumenti sono decisivi anche per il sistema di imprese che decide di affacciarsi alle operazioni di Partenariato Pubblico Privato nelle sue diverse forme ed al Project Financing in particolare<sup>109</sup>.

---

<sup>109</sup> La prima operazione in Project Financing finanziata con le risorse del Fondo Jessica in Italia è costituita dall'intervento di completamento del porto turistico di Capo d'Orlando in Sicilia. Si tratta di un intervento con caratteristiche uniche, in quanto oltre al cofinanziamento dei privati, nell'ambito della copertura finanziaria dell'intervento sono presenti sia un contributo a titolo di prezzo ex art. 143 del Codice, a valere sul P.O. FESR regionale, che risorse del Fondo di sviluppo urbano "Jessica", il quale interviene nell'operazione sia con una linea *Senior Debt*, che con una quota di partecipazione al capitale della società di progetto.

## IV. IL RUOLO DEL COMMERCIALISTA NELLE OPERAZIONI DI PPP

Quanto finora analizzato rende evidente come gli strumenti del partenariato pubblico privato (e del Project Financing in particolare) per la realizzazione di opere pubbliche siano complessi, articolati e di non semplice utilizzo. Si tratta, infatti, di forme contrattuali utilizzate per operazioni che, a causa del numero di soggetti coinvolti, della complessità procedurale, della durata del progetto, in molti casi non riescono ad essere portate a termine con successo<sup>110</sup>.

In talune circostanze, tuttavia, l'elevato tasso di mortalità delle iniziative di PPP è dovuto a errori commessi in fase di pianificazione dell'investimento, a errate valutazioni relative alla sua redditività, a una cattiva allocazione dei rischi, e così via. Di conseguenza, è possibile affermare che una delle cause principali della scarsa "vitalità" delle procedure di Project Financing e PPP poste in essere in Italia sia da rinvenirsi nella mancanza di un adeguato supporto di tipo consulenziale, sia a favore delle stazioni appaltanti che a supporto degli operatori privati che devono elaborare proposte di investimento.

Ai fini della scelta tra le diverse alternative di *procurement* e della strutturazione ottimale dello strumento di PPP a cui fare ricorso (sia dal punto di vista procedurale che economico-finanziario), appare certamente preponderante il ruolo del commercialista, in qualità di consulente "globale": poiché le sue prestazioni non afferiscono solo ad elementi meramente finanziari di *capital budgeting*, ma riguardano anche aspetti relativi al bilancio dell'ente pubblico, alla valutazione e all'adeguata allocazione dei rischi, alla gestione della società di progetto e così via, la sua figura appare come quella più adatta per agire in qualità di vero e proprio *project manager*<sup>111</sup>. La positiva riuscita del progetto, infatti, è legata a una serie di elementi che devono trovare una combinazione e una sintesi ottimali, soprattutto dal punto di vista della procedura e della gestione dei rischi, effettuando un'adeguata valutazione dell'interesse pubblico e ricercando il *trade-off* ottimale tra i *desiderata* dell'amministrazione e le esigenze di redditività e sostenibilità finanziaria dell'investimento.

### 1. La fase di pianificazione: il supporto alle Pubbliche Amministrazioni.

Uno dei campi di attività in cui può efficacemente estrinsecarsi l'attività del commercialista è proprio quello relativo al supporto alle pubbliche amministrazioni nell'ambito delle operazioni di PPP. Tale sostegno non deve limitarsi a interventi *una tantum*, essendo opportuno un contributo nella più ampia fase preliminare di pianificazione, in cui individuare le priorità per la P.A. e le più adeguate modalità di realizzazione delle opere da inserire negli strumenti di programmazione dell'ente (ex art. 128 del Codice), all'interno dei quali identificare e quantificare i bisogni delle Amministrazioni aggiudicatrici e delineare gli obiettivi assunti come prioritari. Vale la pena sottolineare come la stessa norma, al comma 3, stabilisca la definizione degli investimenti a cui attribuire un grado di priorità, tra i quali vanno ricompresi, in ogni caso, "gli interventi per i quali ricorra la possibilità di finanziamento con capitale privato maggioritario". Nell'ambito dell'attività di pianificazione, è necessario altresì individuare gli immobili pubblici che possono essere oggetto di alienazione, in base alla procedura di permuta prevista dall'articolo 53, comma 6.

Il supporto nella fase di programmazione, tenendo conto di quanto previsto dell'art. 128, ricopre certamente un'importanza fondamentale sia per definire gli obiettivi da perseguire, sia per riuscire a realizzare gli interventi previsti nella maniera più efficiente e meno dispendiosa possibile per l'ente pubblico. Come già sottolineato, infatti, l'individuazione di progetti attuabili attraverso il ricorso a capitale privato consente di liberare risorse da destinare a interventi o servizi non suscettibili di una remunerativa gestione economica<sup>112</sup>, ottimizzando in tal modo l'allocazione e la gestione dei fondi a disposizione dell'Amministrazione. L'importanza di tale sostegno diventa ancor più rilevante nel caso di stazioni appaltanti di dimensioni ridotte (es.: piccoli comuni, consorzi, ecc.), che in molti casi sono sprovviste delle professionalità necessarie alla realizzazione di operazioni di partenariato, a partire dalla redazione dello studio di fattibilità nel caso di procedure ad

<sup>110</sup> Stime EPEC (European PPP Expertise Centre) indicano che per le grandi operazioni il tasso di mortalità, fino alla fase del *financial closing*, è pari a circa il 90-95%.

<sup>111</sup> Dal punto di vista amministrativo, l'inquadramento probabilmente più consono è quello di supporto ai compiti propri del Responsabile Unico del Procedimento in base a quanto previsto dall'art. 10 del D.Lgs. 163/2006 e dall'art. 10 del D.P.R. 207/2010.

<sup>112</sup> Si pensi ai servizi sociali, al trasporto pubblico, alla cultura, ecc..

---

iniziativa pubblica (ex art. 153). Tale documento, infatti, come in precedenza sottolineato, ha ampliato il proprio perimetro di valutazione e la profondità di analisi, e costituisce l'elemento basilare per valutare l'opportunità del ricorso al capitale privato per la realizzazione di opere pubbliche, come stabilito dall'art. 128 del Codice e dall'art. 14 del Regolamento. Gli elementi da esaminare sono molteplici e, esclusi quelli di tipo eminentemente ingegneristico, sono certamente da ritenersi appannaggio del commercialista. Solo una simile figura professionale, infatti, detiene le competenze necessarie per:

- effettuare un'analisi della domanda e dell'offerta attuale e potenziale di un determinato servizio, con riferimento al bacino di utenza, utilizzando anche parametri e misurazioni di tipo quantitativo;
- partendo dallo stato di fatto, valutare gli impatti socio-economici dell'investimento sul territorio di riferimento, sia in fase di costruzione che durante la gestione;
- verificare la possibilità di realizzare l'opera tramite una concessione rispetto all'appalto, esaminandone la fattibilità economico-finanziaria;
- definire un schema di piano tariffario;
- individuare alcuni degli elementi essenziali, soprattutto afferenti all'ambito economico finanziario, del contratto di convenzione da stipulare con la stazione appaltante;
- elaborare un'apposita matrice per definire l'allocazione dei rischi tra i vari soggetti coinvolti, focalizzandosi in maniera particolare su eventuali rischi lasciati a carico della stazione appaltante;
- valutare i riflessi delle diverse alternative di realizzazione dell'opera sul bilancio dell'ente pubblico, principalmente in termini di saldo obiettivo del patto di stabilità e di limite all'indebitamento.

Il commercialista, inoltre, può apportare un valido contributo anche alla stesura dei bandi di gara, soprattutto per ciò che concerne l'individuazione dei criteri c.d. "automatici" di assegnazione del punteggio e per la definizione dei livelli iniziali da porre a base di gara nel caso in cui siano presenti elementi su cui effettuare un'offerta (in ribasso o in rialzo)<sup>113</sup> di tipo quantitativo.

## 2. Il supporto agli investitori privati.

L'attività del commercialista, ovviamente, risulta imprescindibile anche a supporto di operatori privati, sia per la partecipazione a gare ad iniziativa pubblica, sia per la presentazione di proposte di Project Financing da parte delle imprese ex art. 153 co. 19 del Codice e/o ex art. 278 del Regolamento. In tali ultimi casi, il supporto consulenziale svolge una funzione fondamentale, soprattutto nei casi in cui sia necessario chiedere un supporto alla pubblica amministrazione sotto forma di prezzo, da modulare nei tempi e nelle forme tecniche più opportune. In simili circostanze, infatti, l'analisi della remunerazione prevista del progetto e della redditività generata per i portatori di *equity* rappresenta un fattore fondamentale al fine di definire l'entità ottimale del contributo pubblico che la stazione appaltante può concedere: solo attraverso tale valutazione sarà possibile trovare il punto di equilibrio tra le richieste della pubblica amministrazione, che ovviamente tenderà a limitare quanto più possibile l'ammontare di risorse da assegnare all'operatore economico (in termini di esborso finanziario, concessione di diritti reali e così via) ed esigenze di redditività e bancabilità dell'investitore. Riuscire a giustificare le necessità del prezzo da parte della stazione appaltante è operazione complessa e delicata, che deve garantire anche il *closing* finanziario dell'operazione, tutelando, al tempo stesso, la P.A. ed i suoi rappresentanti al fine di evitare l'eventuale configurazione di un danno erariale o di un intervento prettamente speculativo da parte del privato. A tale scopo, è necessaria un'accorta analisi dei flussi di cassa connessi alle realizzazioni e gestione dell'infrastruttura, nonché una corretta individuazione del costo del capitale, che comporta l'attuazione delle complesse operazioni di *capital budgeting*, al fine di stabilire l'effettiva remunerazione delle risorse investite dagli sponsor e dai terzi, confrontandola con una soglia di redditività considerata accettabile e sostenibile da parte dall'amministrazione.

---

<sup>113</sup> Si pensi, ad esempio, a canoni da corrispondere alla stazione appaltante.



---

E' stato già rimarcato come una delle criticità principali delle operazioni realizzate in partenariato pubblico-privato risieda nell'ottenimento di risorse da parte degli istituti di credito: trattandosi di investimenti effettuati attraverso un forte utilizzo della leva finanziaria, ben si comprende come simili difficoltà spesso possano compromettere il buon esito dell'intera operazione. Compito del commercialista è quello di prevenire le eccezioni generalmente sollevate dalle banche in relazione alla finanziabilità dei progetti, che riguardano sia aspetti strettamente economico-finanziari, sia elementi attinenti alle clausole contenute nella convenzione. Il reperimento di risorse da soggetti terzi potrà essere realizzato modulando al meglio l'intera architettura finanziaria dell'operazione e la struttura del capitale della società di progetto, gestendo nella maniera più opportuna anche l'allocazione dei rischi tra i vari soggetti partecipanti. Per ciò che concerne il primo aspetto, è necessario riuscire a combinare le diverse fonti di finanziamento in modo da ottenere un rapporto *debt/equity* che sia solido e affidabile dal punto di vista degli istituti di credito e, al tempo stesso, congruo e conveniente per i portatori di capitale proprio. Soprattutto in un momento in cui è sempre più difficile ottenere risorse a medio/lungo termine da parte delle banche e garantire l'omogeneità tra fonti e impieghi, l'apporto consulenziale è fondamentale, al fine di costruire un adeguato *security package* (attraverso *covenant* bancari, patti parasociali, ecc.) che consenta una ottimale allocazione dei rischi tra i vari soggetti coinvolti.

### 3. La definizione delle clausole della convenzione e la fase di gestione del contratto

Sia a supporto dell'operatore privato che dell'Amministrazione, un altro campo di intervento del commercialista quale esperto in analisi finanziaria è rappresentato dalla redazione della convenzione da sottoscrivere tra la stazione appaltante e il concessionario, rispetto alla quale si rende necessaria una proficua interazione con soggetti esperti di diritto amministrativo. Infatti, poiché in seguito all'aggiudicazione della gara, da tale contratto discende la regolazione dei rapporti tra le parti per tutta la durata della concessione, risulta fondamentale, anche al fine di offrire condizioni certe ai finanziatori (*ut supra*), disciplinare al meglio i seguenti aspetti:

- "i presupposti e le condizioni di base che determinano l'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione" come richiesto dall'art. 143 co. 8: nelle premesse del contratto, è necessario richiamare i principali elementi su cui è stato impostato il PEF, tra cui, ad esempio, durata della concessione, eventuale contributo da parte dell'amministrazione, ecc.
- schema di piano tariffario relativo alle opere da gestire;
- modalità di aggiornamento delle tariffe, in termini di frequenza e di importo: sulla base del piano economico finanziario, è possibile prevedere incrementi periodici che tengano conto dell'inflazione o di altri fattori<sup>114</sup>;
- obbligazioni del concedente e del concessionario;
- clausole di *risk sharing* e *benefit sharing*: si tratta della possibilità di revisionare il piano economico-finanziario nel caso in cui si verificano alcuni eventi prestabiliti, che modifichino le condizioni iniziali del PEF, che può essere successivamente aggiornato *in melius* o *in peius* per l'operatore economico. Nel definire tali accordi, è necessario individuare le circostanze che possono dare luogo a modifiche, i parametri da utilizzare per valutarne le conseguenze sull'andamento del PEF, nonché i valori soglia di riferimento (ad esempio un livello minimo di redditività o degli indicatori di sostenibilità dell'indebitamento). Il nuovo comma 8-bis dell'art. 143 del Codice, come già evidenziato, prevede espressamente che la convenzione contenga "una definizione di equilibrio economico-finanziario che fa riferimento ad indicatori di redditività e di capacità di rimborso del debito";
- garanzie del concessionario, che attengono sia alla fase di costruzione che a quella di successiva gestione delle opere, nell'ambito delle quali è necessaria una accorta quantificazione di tutti gli elementi necessari a stabilirne il valore;

---

<sup>114</sup> In relazione alle concessioni autostradali, ad esempio, oltre all'inflazione, sono stati individuati altri parametri in base ai quali individuare i livelli tariffari da praticare agli utenti, quali i flussi di traffico, guadagni di efficienza, i nuovi investimenti in manutenzione e sicurezza, e così via (si vedano Delibera CIPE 15 giugno 2007, n. 39 e la Delibera 21 marzo 2013).

- 
- gestione dei rischi derivanti da mutamenti legislativi sopravvenuti (c.d. *ius superveniens* o *change in law*);
  - determinazione del valore residuo dell'opera;
  - cause e modalità di cessazione anticipata del rapporto concessorio;
  - diritto di subentro in caso di risoluzione del contratto per motivi attribuibili al soggetto concessionario (c.d. *step in right*, ex art. 159).

Poiché, per i motivi precedentemente esposti, molti aspetti relativi al contratto di concessione incidono in maniera rilevante sulla bancabilità dell'iniziativa e sulla sua appetibilità per eventuali investitori, è fondamentale ponderare al meglio l'elaborazione delle clausole più significative, in relazione alla quale l'analista finanziario gioca un ruolo certamente determinante.

Oltre al supporto destinato alla buona riuscita del progetto in termini di percorso procedurale e *closing* finanziario con gli istituti di credito, importanti prospettive di attività consulenziale si aprono anche in relazione alla fase successiva, vale a dire quella della vera e propria esecuzione del contratto.

Uno degli ambiti nel quale il ruolo del commercialista diventa imprescindibile è rappresentato dalle sopra citate ipotesi di riequilibrio della convenzione: poiché le operazioni realizzate in partenariato pubblico-privato si estendono su un arco temporale ampio, non è infrequente incorrere in una delle fattispecie che potrebbero dar vita alla necessità di una revisione del piano economico-finanziario, sia a favore dell'operatore privato<sup>115</sup> che della stazione appaltante. In ogni caso, anche lavorando a supporto della Pubblica Amministrazione, sarebbe opportuno analizzare periodicamente i bilanci e le situazioni contabili a consuntivo della società di progetto, al fine di verificarne la coerenza rispetto alle previsioni e al PEF presentato in sede di gara e approvato per l'aggiudicazione. Il supporto al concessionario potrebbe risultare utile anche nell'ipotesi in cui sia necessario, per vari motivi<sup>116</sup>, procedere a un'operazione di rifinanziamento nel corso della vita del progetto.

In ultimo, si sottolinea la necessità dell'intervento del commercialista in fase di costituzione e gestione della società di progetto: oltre alla pianificazione finanziaria, infatti, sarà necessario valutare e definire al meglio patti parasociali, rapporti tra i vari componenti della compagine sociale, accordi relativi all'*exit* di alcuni soci, clausole di recesso, e così via. In molti casi, infatti, è opportuno delineare già in una fase iniziale i rapporti, ad esempio, tra il realizzatore e il gestore dell'opera, stabilendo l'eventuale modalità di uscita del primo in seguito all'esito positivo del collaudo.

#### 4. Conclusioni.

In definitiva, gli elementi fin qui analizzati e le considerazioni proposte rendono chiara l'importanza del ruolo svolto dal commercialista, in una possibile veste di *global advisor*, nell'ambito delle procedure di partenariato pubblico privato in generale e di Project Financing in particolare. L'aspetto in molti casi "ibrido" o di "contaminazione" della professione, che riesce a coniugare elementi giuridici, procedurali, economico-finanziari, capacità di valutazione degli impatti sociali di un'opera, abilità nel definire e analizzare processi di sviluppo territoriale, rappresenta, dunque, un fattore decisivo che rende il commercialista il fulcro delle operazioni di PPP: a sostegno della stazione appaltante o dell'investitore privato, l'analista economico-finanziario è imprescindibile *trait d'union* tra sponsor, ente pubblico, imprese esecutrici, soggetto gestore e istituti di credito, configurandosi, in definitiva, come una insostituibile figura di connessione tra aspetti procedurali, analisi di tipo sociale, valutazioni economico finanziarie e strumenti di pianificazione del territorio.

---

<sup>115</sup> Una simile fattispecie può emergere in caso di modifiche normative sopravvenute, variazioni progettuali richieste dalla stazione appaltante, e così via.

<sup>116</sup> Si pensi all'emissione dei c.d. mini-perm, alla realizzazione dell'opera per lotti funzionali, ecc..

## V. UN CASO DI STUDIO: REALIZZAZIONE E GESTIONE DI UNA SCUOLA ELEMENTARE

Il caso in questione è emblematico per evidenziare la grande flessibilità degli strumenti di partenariato pubblico privato, anche in relazione a opere c.d. "fredde": l'esempio proposto, infatti, riguarda la realizzazione di un polo scolastico e della relativa mensa. Pertanto, trattasi di un'operazione che prevede ricavi diretti dalla gestione della mensa e un canone di disponibilità erogato da parte dell'Amministrazione. Si evidenzia che il canone permette un'adeguata garanzia dei livelli di redditività e di bancabilità necessari a sollecitare l'interesse del mercato, fermo restando la necessità di prevedere in convenzione un sistema di penalità che preveda la riduzione dei pagamenti nel caso di prestazioni insufficienti al fine di definire un concreto trasferimento di tale rischio operativo sul Concessionario.

### 1. Il Piano Economico Finanziario

L'elaborazione di un Piano Economico Finanziario (PEF) ha la finalità di individuare la capacità di reddito dell'attività e il fabbisogno finanziario correlato alla realizzazione delle opere e dell'investimento nel suo complesso (i.e. Progetto). Il PEF è sviluppato in base a diversi scenari di riferimento che:

- ✓ sono delineati in funzione delle differenti tipologie di ricavo prefigurabili per l'attività (struttura dei ricavi) che si intende gestire con la realizzazione del Progetto;
- ✓ tengono conto delle risultanze dell'analisi della domanda effettuata, con particolare riferimento ai volumi e alle caratteristiche della stessa. Nel caso in questione, il servizio che svolge il concessionario privato è rivolto sia ad un'utenza specifica (servizio mensa) sia direttamente alla Amministrazione (Scuola).

Per ogni scenario viene quindi elaborato un PEF su cui valutare, in via preliminare, la redditività del Progetto (i.e. convenienza economica) tramite il calcolo di specifici indici e consente, successivamente, di apprezzare il livello di sostenibilità economico-finanziaria dello stesso (i.e. bancabilità). La convenienza economica viene individuata confrontando il livello di redditività del Progetto con quelli mediamente ritenuti accettabili dagli investitori privati e dagli istituti finanziari in relazione a iniziative similari realizzate nello stesso settore di appartenenza del Progetto. In relazione a tale confronto, nella prospettiva di avvicinare la redditività del Progetto a quella attesa e/o richiesta dagli investitori privati, le ipotesi di strutturazione dei ricavi (Servizio Mensa) vengono successivamente modificate prevedendo l'erogazione da parte dell'Amministrazione di un canone di gestione a fronte dell'attività di gestione richieste al soggetto privato a fronte della disponibilità del polo scolastico.

La bancabilità, invece, viene:

- ✓ valutata mediante il calcolo di specifici indici, che analizzano la capacità del Progetto di generare flussi di cassa (differenza costi-ricavi operativi) sufficienti a garantire la restituzione dei finanziamenti contratti;
- ✓ verificata mediante il confronto con i livelli di bancabilità ritenuti accettabili dai potenziali finanziatori, considerate le caratteristiche dei finanziamenti contratti e dei rischi che caratterizzano il Progetto specifico.

I progetti d'investimento infrastrutturale, al fine di sollecitare l'interesse del mercato e prefigurare l'attivazione dei finanziamenti bancari, anche strutturati in *Project Financing*, devono esprimere livelli di redditività e di bancabilità considerati "accettabili".

Nel caso in questione si è definito un proprio *benchmark* di settore e, pertanto, sulla base di tale premessa, è stato quindi possibile individuare gli obiettivi di redditività e di bancabilità che il Progetto, per essere messo in gara, deve poter assicurare per essere in grado di sollecitare effettivamente l'interesse del mercato sopra richiamato. Tali obiettivi sono qualificabili come segue:

A) Redditività definita come:

- ✓ Tasso interno di rendimento (TIR) degli Azionisti almeno pari al 9%;

- ✓ Tasso interno di rendimento del Progetto almeno superiore al 6,80% - Tasso d'attualizzazione usato per il calcolo del Valore Attuale netto (VAN);
- ✓ VAN di progetto superiore allo zero; infatti, se il valore del VAN è positivo, significa che l'investimento è in grado di generare ritorni (i.e. flussi monetari) superiori alle risorse impiegate nel progetto (i.e. capitale investito).

B) Struttura finanziaria ipotizzata come segue:

- ✓ finanziamento bancario pari al 75% degli investimenti;
- ✓ apporto di capitale degli azionisti pari a 25% degli investimenti.

C) Bancabilità definita come capacità del Progetto di rimborsare il debito contratto entro un periodo massimo di 20 anni e soddisfacendo i seguenti criteri:

- ✓ indice *Debt Service Cover Ratio* (DSCR) annuo minimo pari a 1,25x;
- ✓ indice *Loan Life Cover Ratio* (LLCR) minimo pari a 1,30x.

## 2. Le ipotesi di base

1) Ipotesi sui costi di investimento pari a € 7.388.402, di cui:

- ✓ € 6.798.402 per costruzione, spese tecniche, imprevisti, relativi alla costruzione della scuola elementare, della mensa e della cucina;
- ✓ € 590.000 per il costo di allestimento delle aule, attrezzatura cucine, arredi.

2) Altri impieghi per € 672.903, di cui:

- ✓ € 433.406 per interessi passivi maturati durante la fase di costruzione;
- ✓ € 150.159 per la costituzione della riserva per il servizio del debito (*debt service reserve account*);
- ✓ € 89.338 per commissioni, *agency fee*, ecc.

3) Tariffe del servizio mensa che comprendono un *mark up* sui costi delle materie prime, del personale e delle pulizie dei locali:

- ✓ Tariffa del servizio per circa 300 pasti giorno pari a € 5,00;
- ✓ Tariffa del servizio per circa 500 pasti giorno pari a € 4,50.

Si prevede di erogare circa 300 pasti al giorno per i primi 15 anni di concessione e 500 pasti al giorno per i successivi 15. Il costo del pasto è a carico degli alunni.

4) Costi di gestione annui:

- ✓ Spese di "manutenzione scuola elementare - mensa" € 3.500
- ✓ Spese per "utenze scuola elementare" € 59.400, nel dettaglio:
  - ❖ Gas € 18.000
  - ❖ Acqua € 3.400
  - ❖ Energia elettrica € 38.000
- ✓ Spese per "utenze mensa" € 16.700 (con cucina funzionante), nel dettaglio:
  - ❖ Gas € 9.700
  - ❖ Acqua € 2.500

❖ Energia elettrica € 4.500

Si fa presente che in un'operazione di Partenariato Pubblico Privato tali spese sono a carico del soggetto privato e, pertanto, nel Caso Base verranno addebitate al privato.

5) Erogazione di un contributo pubblico a carico dell'Amministrazione per importi massimi pari a € 5.343.402 più IVA al 10% per un totale di € 5.937.113.

6) Erogazione di un canone di disponibilità pari a circa € 200.000 annui la cui finalità è quella di garantire l'equilibrio economico finanziario del progetto.

Alla luce di quanto sopra definito il Caso Base è impostato al fine di garantire i seguenti risultati:

- ✓ Tasso interno di rendimento del Progetto netto pari a 9,01%;
- ✓ Tasso interno di rendimento degli azionisti netto pari a 9,51%;
- ✓ Valore attuale netto del progetto e degli azionisti positivo;
- ✓ DSCR medio pari a 1,31x;
- ✓ LLCR medio pari a 1,36x.

Tali risultati sono in linea con gli obiettivi di redditività e bancabilità mediamente ritenuti accettabili da promotori e finanziatori per investimenti similari nel settore e che si presume possano assicurare l'effettiva sollecitazione dell'interesse del mercato.

Le *assumptions* e gli output dell'investimento sono sintetizzati nelle tabelle seguenti.

<b><u>INFORMAZIONI GENERALI</u></b>	
<b><i>Totale Costo di Investimento</i></b>	
Costo investimento Scuola elementare	4.985.495
Costo investimento Mensa + cucina	2.402.907
Costo totale investimento	7.388.402
Totale Impieghi	8.061.305
<b><i>Tariffe Mensa e Canone</i></b>	
Tariffa fino a 300p €	5,00
Tariffa fino a 500p €	4,50
Canone servizi/ disponibilità	200.000
<b><i>Informazioni macroeconomiche</i></b>	
Tasso d'inflazione	2,00%
Tasso d'interesse base - IRS a 15 anni	4,70%
Tasso d'interesse base - EURIBOR a 6 mesi	4,94%
Tasso attivo su tesoreria	3,94%
Tasso passivo su tesoreria	6,94%
<b><i>Date del progetto</i></b>	
Inizio fase di costruzione	2008
Fine fase di costruzione	2009
Inizio fase di operatività	2009
Anno di fine concessione	2037
Durata della concessione	30

## **INFORMAZIONI FINANZIARIE**

### **Finanziamenti Bancari**

Senior Debt	2.038.428
Tasso d'interesse su Senior Debt	5,80%
Scadenza finanziamento anno	2027
Durata del debito effettiva (max15 anni)	18
CHECK Rimborso	RIMBORSA
Bridge Facility	5.343.402
Tasso d'interesse su Bridge facility	5,94%

### **Indici di Bancabilità**

	<i>Minimum</i>	<i>Average</i>
Annual Debt Service Cover Ratio	1,25	1,31
Loan Life Cover Ratio Minimo	1,30	1,36

### **Indici di redditività**

TIR di progetto unlevered netto	9,51%
TIR progetto soglia	6,80%
VAN di Progetto unlevered netto	673.902
TIR azionisti netto	9,01%
TIR Azionisti soglia	9,00%
VAN Azionisti netto	1.543

### **Struttura Finanziaria**

E/ (D+E)	25%
Contributo pubblico per Amministrazione	5.937.113
Contributo pubblico per Concessionario	5.343.402

## **FONTI DI FINANZIAMENTO E IMPIEGHI**

### **IMPIEGHI**

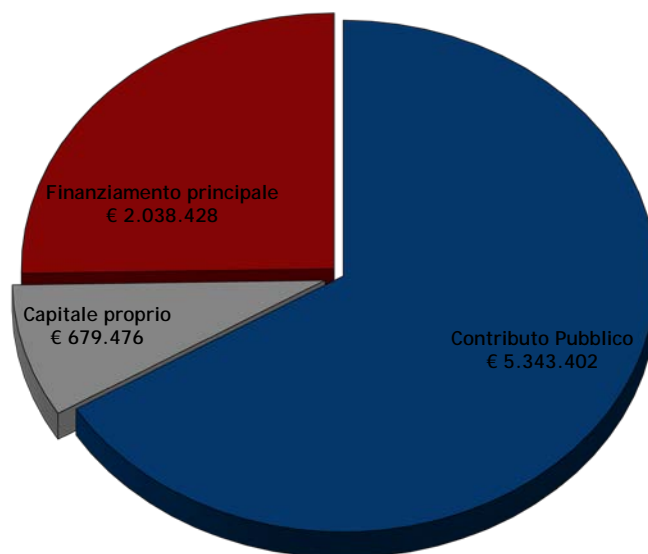
	<b>Euro</b>	<b>% Totale</b>
Costi di realizzazione	7.388.402	91,7%
Costi finanziari	70.884	0,9%
Costi relativi al finanziamento	433.406	5,4%
IVA	0	0,0%
Imposte su erogazioni	18.455	0,2%
Alte imposte	0	0,0%
Riserva di cassa	150.159	1,9%
Tesoreria attiva	0	0,0%
<b>TOTALE IMPIEGHI</b>	<b>8.061.305</b>	<b>100%</b>

### **FONTI**

	<b>Euro</b>	<b>% Totale</b>
<b>Fonti di finanziamento pubbliche</b>	<b>5.343.402</b>	
Contributo	5.343.402	66,3%
<b>Fonti di finanziamento PRIVATE</b>	<b>2.717.903</b>	
Capitale Proprio	679.476	8,4%
Debiti a m/l	2.038.428	25,3%
MOL rettificato	0	0,0%
VAT Facility	0	0,0%
Interessi attivi	0	0,0%
Tesoreria passiva	0	0,0%
<b>TOTALE FONTI</b>	<b>8.061.305</b>	<b>100%</b>

<b><i>Fabbisogno Finanziario</i></b>	<b>Anno</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
	<b>Periodo</b>	<b>1</b>	<b>2</b>
Investimenti	7.388.402	3.694.201	3.694.201
Flusso di cassa economico	0	0	0
Capitale Circolante	0	0	0
Commissione up front	20.384	20.384	0
Agency fee	50.500	25.000	25.500
Tasse su equity e debt	18.455	9.048	9.406
IRAP	0	0	0
Debt service reserve account	150.159	0	150.159
<b>Fabbisogno ante interessi</b>	<b>7.627.899</b>	<b>3.748.634</b>	<b>3.879.266</b>
<b>Interessi passivi (Costi relativi al Finanziamento)</b>	<b>433.406</b>	<b>186.646</b>	<b>246.759</b>
<b>Fabbisogno del progetto ante IVA</b>	<b>8.061.305</b>	<b>3.935.280</b>	<b>4.126.025</b>
IVA su investimenti		0	0
<b>Fabbisogno complessivo dell'investimento</b>	<b>8.061.305</b>	<b>3.935.280</b>	<b>4.126.025</b>
<b><i>Fonti di copertura</i></b>			
VAT FACILITY	0	0	0
BRIDGE FACILITY	5.343.402	2.671.701	2.671.701
<b>TOTALE Fabbisogno al netto di IVA e CONTRIBUTO</b>	<b>2.717.903</b>	<b>1.263.579</b>	<b>1.454.324</b>
<b><i>Fonti di copertura</i></b>			
SENIOR DEBT	2.038.428	947.684	1.090.743
Capitale Proprio	679.476	315.895	363.581
<b>TOTALE FONTI DI COPERTURA</b>	<b>8.061.305</b>	<b>3.935.280</b>	<b>4.126.025</b>
Check	OK	OK	OK

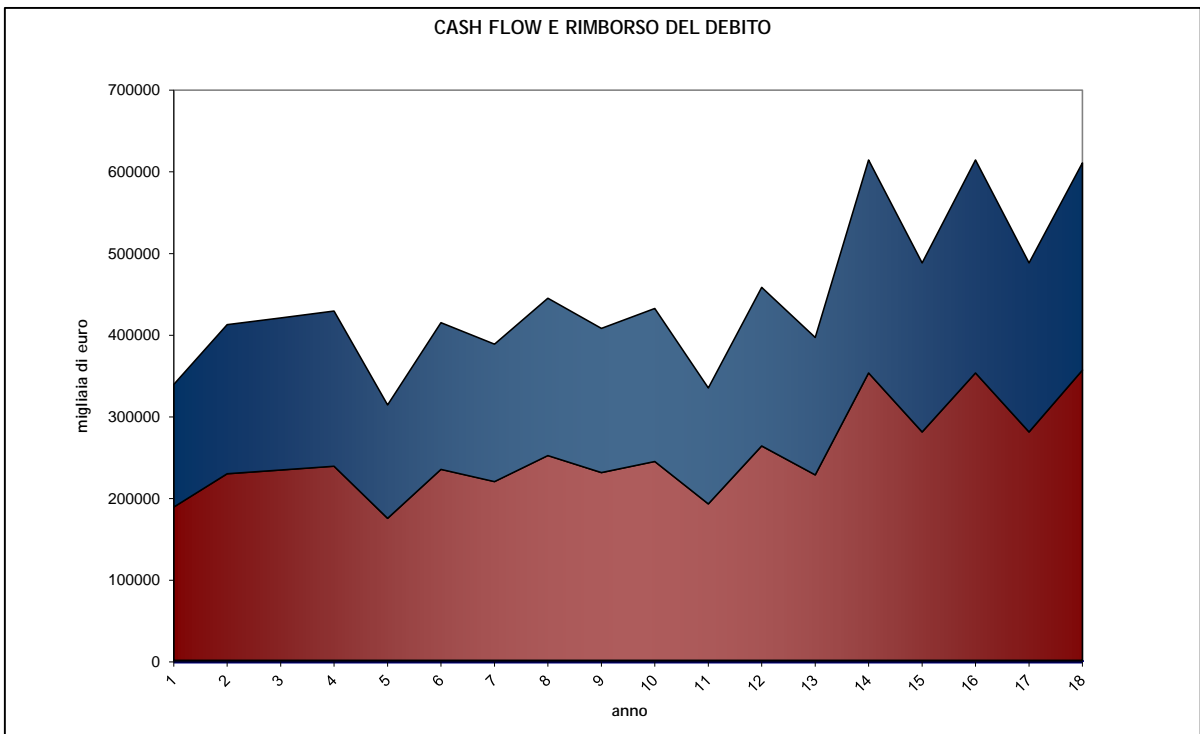
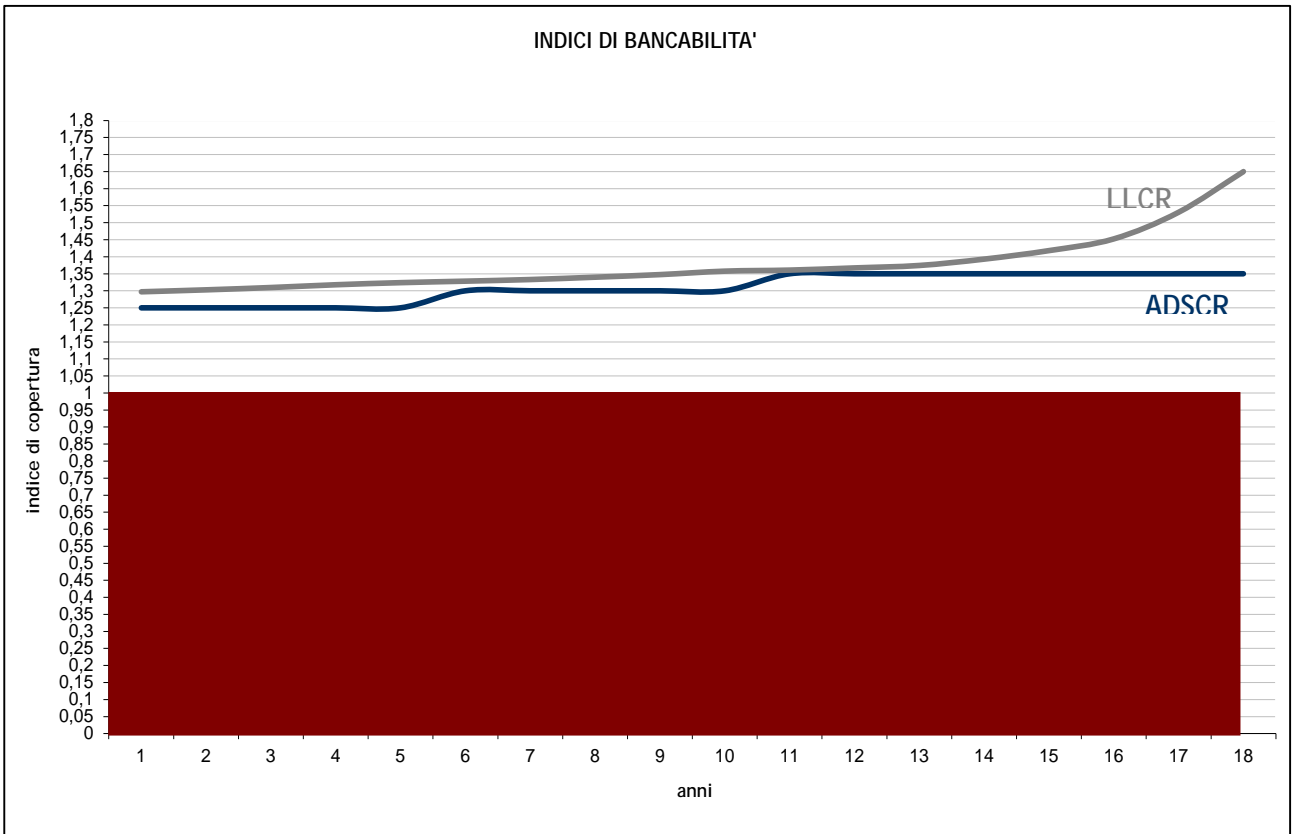
Fonti di finanziamento

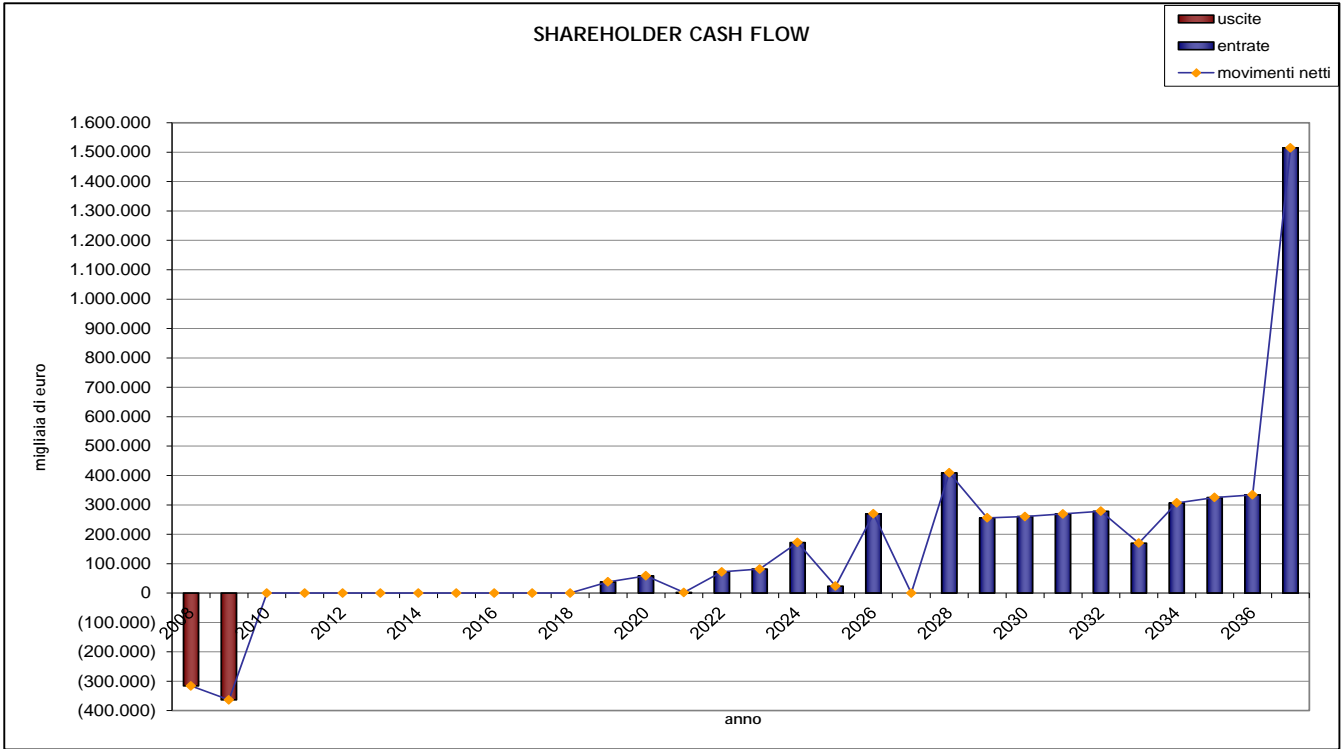




Periodo	1	2	3	4	5	...	19	...	24	...	30
<b><u>ATTIVO</u></b>											
IMMOBILIZZAZIONI al netto del contributo	1.022.500	2.045.000	1.971.965	1.898.929	1.825.893		803.393		438.214		0
INTERESSI CAPITALIZZATI NETTI	186.646	433.406	417.927	402.448	386.969		170.267		92.873		0
<b>TOTALE ATTIVO IMMOBILIZZATO</b>	<b>1.209.146</b>	<b>2.478.406</b>	<b>2.389.892</b>	<b>2.301.377</b>	<b>2.212.863</b>		<b>973.660</b>		<b>531.087</b>		<b>0</b>
CREDITI DIVERSI	0	0	100.905	102.923	104.981		184.302		203.485		229.157
CREDITI IVA	0	0	0	0	0		0		0		0
RISERVA DI CASSA PER SERVIZIO DEBITO	0	150.159	167.604	186.355	190.082		126.236		0		0
TESORERIA	0	0	0	6.998	30.417		0		475.016		1.085.698
<b>TOTALE ATTIVO NON IMMOBILIZZATO</b>	<b>0</b>	<b>150.159</b>	<b>268.509</b>	<b>296.276</b>	<b>325.480</b>		<b>310.538</b>		<b>678.501</b>		<b>1.314.855</b>
<b>TOTALE ATTIVITA'</b>	<b>1.209.146</b>	<b>2.628.565</b>	<b>2.658.400</b>	<b>2.597.653</b>	<b>2.538.343</b>	<b>...</b>	<b>1.284.198</b>	<b>...</b>	<b>1.209.588</b>	<b>...</b>	<b>1.314.855</b>
<b><u>PASSIVO</u></b>											
DEBITI VERSO I											
FORNITORI	0	0	63.980	65.260	66.565		130.119		124.774		140.516
DEBITI VERSO ERARIO PER IRES	0	0	0	0	0		0		3.793		3.963
<b>TOTALE PASSIVITA' A BREVE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>63.980</b>	<b>65.260</b>	<b>66.565</b>		<b>130.119</b>		<b>128.567</b>		<b>144.479</b>
SENIOR DEBT	947.684	2.038.428	2.007.586	1.941.339	1.867.300		227.512		0		0
BRIDGE FACILITY	0	0	0	0	0		0		0		0
VAT FACILITY	0	0	0	0	0		0		0		0
<b>TOTALE PASSIVITA' A MEDIO LUNGO PERIODO</b>	<b>947.684</b>	<b>2.038.428</b>	<b>2.007.586</b>	<b>1.941.339</b>	<b>1.867.300</b>		<b>227.512</b>		<b>0</b>		<b>0</b>
CAPITALE SOCIALE	315.895	679.476	679.476	679.476	679.476		679.476		679.476		679.476
UTILE PERDITA CUMULATA FINE											
ESERCIZIO	(54.433)	(89.339)	(92.642)	(88.633)	(75.881)		191.698		0		0
RISERVA LEGALE	0	0	0	211	882		55.393		122.852		135.895
UTLE ACCANTONATO X DISTRIBUZIONE	0	0	0	0	0		0		278.694		355.006
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>261.462</b>	<b>590.137</b>	<b>586.834</b>	<b>591.054</b>	<b>604.477</b>		<b>926.566</b>		<b>1.081.021</b>		<b>1.170.377</b>
<b>TOTALE PASSIVTA'</b>	<b>1.209.146</b>	<b>2.628.565</b>	<b>2.658.400</b>	<b>2.597.653</b>	<b>2.538.343</b>	<b>...</b>	<b>1.284.198</b>	<b>...</b>	<b>1.209.588</b>	<b>...</b>	<b>1.314.855</b>

Periodo	1	2	3	4	5	...	19	...	24	...	30
Ricavi da mensa	0	0	405.756	413.871	422.149		835.524		922.486		1.038.869
Canone	0	0	208.080	212.242	216.486		285.649		315.380		355.169
<b>TOTALE RICAVI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>613.836</b>	<b>626.113</b>	<b>638.635</b>	<b>...</b>	<b>1.121.173</b>	<b>...</b>	<b>1.237.866</b>	<b>...</b>	<b>1.394.038</b>
Costi utenza scuola elementare	0	0	61.800	63.036	64.296		84.838		93.668		105.485
Costi utenza mensa	0	0	17.375	17.722	18.077		23.852		26.334		29.657
Costo per il servizio mensa	0	0	223.166	227.629	232.182		459.538		507.367		571.378
Costi di gestione SPV	0	0	83.232	84.897	86.595		114.260		126.152		142.068
Costi di man. Ordinaria scuola elementare	0	0	2.482	2.532	2.583		3.408		3.762		4.237
Costi di man. Ordinaria mensa	0	0	1.159	1.182	1.206		1.591		1.757		1.978
Costi di man. Straordinaria scuola elementare	0	0	0	0	0		104.074		0		0
Costi di man. Straordinaria mensa	0	0	0	0	0		0		0		0
<b>TOTALE COSTI DI GESTIONE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(389.214)</b>	<b>(396.998)</b>	<b>(404.938)</b>	<b>...</b>	<b>(791.560)</b>	<b>...</b>	<b>(759.040)</b>	<b>...</b>	<b>(854.803)</b>
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>224.622</b>	<b>229.115</b>	<b>233.697</b>	<b>...</b>	<b>329.613</b>	<b>...</b>	<b>478.825</b>	<b>...</b>	<b>539.235</b>
Contributo pubblico	5.343.402	0	190.836	190.836	190.836		190.836		190.836		190.836
Ammortamenti al netto del Contributo		0	(73.036)	(73.036)	(73.036)		(73.036)		(73.036)		(73.036)
Ammortamento Interessi capitalizzati		0	(15.479)	(15.479)	(15.479)		(15.479)		(15.479)		(15.479)
<b>MARGINE OPERATIVO NETTO</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>136.108</b>	<b>140.600</b>	<b>145.183</b>	<b>...</b>	<b>241.099</b>	<b>...</b>	<b>390.311</b>	<b>...</b>	<b>450.721</b>
Interessi passivi su Senior Debt		(27.947)	(88.060)	(119.317)	(116.454)		(18.630)		0		0
Interessi passivi su Bridge Facility		(158.699)	(158.699)	0	0		0		0		0
Commissioni		(45.384)	(25.500)	(26.010)	(26.530)		(35.706)		0		0
Interessi capitalizzati		186.646	246.759	0	0		0		0		0
<b>UTILE ANTE PROV/ONERI STRAORD.</b>	<b>(45.384)</b>	<b>(25.500)</b>	<b>(9.219)</b>	<b>(2.384)</b>	<b>5.805</b>	<b>...</b>	<b>186.763</b>	<b>...</b>	<b>390.311</b>	<b>...</b>	<b>450.721</b>
Interessi attivi/passivi su tesoreria		0	5.916	6.604	7.618		13.399		14.326		38.942
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b>	<b>(45.384)</b>	<b>(25.500)</b>	<b>(3.303)</b>	<b>4.220</b>	<b>13.423</b>	<b>...</b>	<b>200.162</b>	<b>...</b>	<b>404.637</b>	<b>...</b>	<b>489.663</b>
Imposte e tasse		(9.048)	(9.406)	0	0		(55.045)		(111.275)		(134.657)
<b>UTILE NETTO</b>	<b>(54.433)</b>	<b>(34.906)</b>	<b>(3.303)</b>	<b>4.220</b>	<b>13.423</b>	<b>...</b>	<b>145.117</b>	<b>...</b>	<b>293.362</b>	<b>...</b>	<b>355.006</b>





## VI. DEFINIZIONI

Di seguito si propone un breve glossario, che sintetizza ed esplicita la definizione degli elementi maggiormente significativi nelle procedure di partenariato pubblico privato in generale e nel *project financing* in particolare.

- **Concessione:** strumento di partenariato la cui disciplina prevalente è disciplinata dagli artt. 143 e 144 del Codice. Generalmente, le concessioni hanno ad oggetto la progettazione definitiva, la progettazione esecutiva e l'esecuzione di opere pubbliche o di pubblica utilità, e di lavori ad essi strutturalmente e direttamente collegati, nonché la loro gestione funzionale ed economica. La controprestazione a favore del concessionario consiste, di regola, unicamente nel diritto di gestire funzionalmente e di sfruttare economicamente tutti i lavori realizzati.
- **Convenzione:** contratto stipulato tra la stazione appaltante e l'operatore privato, che regola i rapporti tra concessionario e concedente. Gli elementi indispensabili che devono essere contenuti nell'elaborato sono elencati all'art. 115 del Regolamento.
- **Costo medio ponderato del capitale ("WACC - *Weighted Average Cost of Capital*"):** è il tasso di rendimento minimo che un fornitore di risorse richiede come compensazione per il proprio contributo di capitale e il proprio intervento in un investimento. Il metodo più utilizzato per stimare tale valore consiste nel calcolo del costo marginale di ogni fonte di capitale e nella media ponderata di tali costi. I pesi della formula del WACC sono relativi all'incidenza delle singole fonti di finanziamento sul capitale totale investito nell'impresa, ovvero dipendono dal rapporto d'indebitamento e dall'incidenza del capitale proprio sul capitale totale, che influenza fortemente la quantificazione del costo del capitale.
- **Cronoprogramma:** le scadenze temporali delle principali fasi realizzative dell'opera oggetto della convenzione sino alla sua prevista entrata in esercizio e dei relativi provvedimenti autorizzativi, se richiesti.
- **Debt service cover ratio (DSCR):** rapporto di copertura tra il flusso di cassa di periodo disponibile per il servizio del debito, annuale o semestrale, e il servizio del debito (capitale e interessi), relativo allo stesso periodo di riferimento.
- **Equilibrio economico-finanziario:** le condizioni e i presupposti che garantiscono la sostenibilità finanziaria e la redditività dell'investimento. Anche in coerenza con le previsioni contenute nel comma 8-bis dell'art. 143 del Codice dei contratti pubblici, introdotto dal D.L. 69/2013, è opportuno che nella convenzione siano specificate le condizioni e i presupposti dell'equilibrio economico e finanziario, attraverso il riferimento a parametri quantitativi, oggettivamente determinati e determinabili, e riferiti all'intera vita della concessione. Tra le condizioni e i presupposti dell'equilibrio economico finanziario, sarà necessario indicare anche i dati relativi a: importo degli investimenti; costo di costruzione; prezzi e/o tariffe unitarie; modalità di aggiornamento di prezzi/tariffe; durata della concessione con riferimento sia alla fase costruttiva che gestionale; valore del contributo pubblico (finanziario e/o immobiliare). Oltre ai presupposti e alle condizioni di base, la convenzione dovrebbe definire in modo chiaro e misurabile l'equilibrio economico finanziario facendo riferimento sia al valore degli indicatori di redditività (ad esempio, il VAN e il TIR dei mezzi propri e il VAN e il TIR del progetto), che a indicatori di capacità di rimborso del debito (ad esempio il DSCR e il LLCR).
- **Fatto del Concedente/Fatto del Terzo:** ogni evento non imputabile a un inadempimento del concessionario o, comunque, estraneo alla sua sfera di responsabilità, che può dare luogo alla necessità di garantire il ripristino dell'Equilibrio economico-finanziario della concessione attraverso il meccanismo della revisione del PEF.
- **Loan life cover ratio (LLCR):** rapporto di copertura tra il valore attuale netto dei flussi di cassa disponibili per il servizio del debito attesi per l'intera durata del finanziamento, attualizzati al costo medio ponderato del debito e il valore del debito residuo al momento della valutazione.
- **Partenariato pubblico-privato:** in base art. 3, comma 15-ter, del Codice "i «contratti di partenariato pubblico privato» sono contratti aventi per oggetto una o più prestazioni quali la progettazione, la costruzione, la gestione o la manutenzione di un'opera pubblica o di pubblica utilità, oppure la fornitura di un servizio, compreso in ogni caso il

---

finanziamento totale o parziale a carico di privati, anche in forme diverse, di tali prestazioni". Uno dei principali aspetti delle procedure di partenariato riguarda l'allocazione di parte dei rischi in capo all'operatore privato.

- **Piano economico-finanziario:** il piano dei costi e dei ricavi connessi alla realizzazione e gestione dell'investimento, delle sue dinamiche finanziarie e reddituali, comprensivo degli indicatori di redditività e sostenibilità finanziaria.
- **Prezzo:** contributo pubblico concesso ai sensi dell'art. 143, commi 4 e 5 del Codice, ai fini del raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario nel caso in cui la sola gestione economico dall'opera o dei servizi pubblici oggetto della concessione non sia sufficiente a garantire un'adeguata remunerazione all'operatore privato e ai finanziatori.
- **Project financing:** procedura di partenariato pubblico privato disciplinata dall'art. 153 del Codice ("finanza di progetto") e dall'art. 278 del Regolamento ("finanza di progetto nei servizi"). Si tratta di una particolare forma contrattuale e procedurale per giungere all'aggiudicazione di una concessione.
- **Public sector comparator (PSC):** valutazione del costo di un determinato progetto nell'ipotesi in cui la Pubblica Amministrazione decidesse di realizzarlo utilizzando le tradizionali forme di appalto pubblico, da confrontare con i costi da sostenere nel caso in cui si operi attraverso una procedura di partenariato pubblico-privato.
- **Revisione del piano economico-finanziario:** facoltà prevista dall'art. 143, comma 8, D.Lgs. 163/2006 qualora sopraggiungano variazioni imposte dalla Stazione Appaltante o modifiche normative o regolamentari che incidono sull'equilibrio del piano economico-finanziario, la cui eventuale alterazione è valutata attraverso l'analisi degli indicatori di redditività e sostenibilità finanziaria. A tale proposito, la convenzione definisce i presupposti e le condizioni di base del PEF le cui variazioni non imputabili al concessionario, qualora determinino una modifica dell'equilibrio del piano, comportano la sua revisione.
- **Riserva di cassa per il servizio del debito:** è prevista dalle banche nell'ambito di finanziamenti di tipo strutturato come il *project financing*, al fine di garantire il puntuale rimborso del debito qualora, in un determinato periodo, il flusso di cassa generato dal progetto non fosse sufficiente a rimborsare la rata di debito prevista. La riserva di cassa può essere strutturata in maniera diversa a seconda dei casi; essa consiste, di norma, nell'accantonamento in un conto corrente vincolato di un importo pari al servizio del debito (quota capitale + quota interessi del debito) per un'unità di tempo (di solito 6 mesi) ed è predeterminata nel contratto di finanziamento. La riserva di cassa per il servizio del debito viene costituita per la prima volta nel corso dell'ultima erogazione di debito a favore del progetto da parte delle banche.
- **Società di progetto:** società costituita ai sensi dell'art. 156 del Codice dei contratti pubblici, sotto forma di società di capitali, che subentra nel rapporto di concessione tra il concedente e l'aggiudicatario.
- **Sostenibilità finanziaria:** capacità del progetto di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti attivati, compatibilmente con una adeguata remunerazione degli investitori privati coinvolti nella realizzazione e nella gestione dell'investimento.
- **Studio di fattibilità:** documento da porre a base di gara nelle procedure di *project financing* a iniziativa pubblica (art. 153, commi 1 – 14). Si tratta di un documento ampio e complesso, che oltre agli aspetti economico finanziari, offre una valutazione del bacino di utenza, l'analisi dei bisogni, della domanda e dell'offerta attuali, dell'impatto dell'investimento e così via. I contenuti e le caratteristiche dello studio di fattibilità sono disciplinati dal l'art. 14 del Regolamento.
- **Tasso interno di rendimento (TIR) di progetto:** è il tasso che rende nullo il valore attuale netto dei flussi di cassa di un progetto, esprimendo, pertanto, il tasso di rendimento specifico di quel progetto. Il TIR di progetto è, quindi, il tasso di attualizzazione che rende nulla la somma algebrica dei flussi di cassa in un dato periodo ed eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa attesi nel tempo al valore delle attività che li genera. Il TIR esprime, in termini percentuali, la redditività di un investimento sulla base di una serie di esborsi iniziali e di successivi flussi positivi.

- 
- **Tasso interno di rendimento (TIR) degli Azionisti:** è l'indicatore finanziario che tiene in considerazione la distribuzione temporale dei flussi di cassa spettanti agli azionisti, indicando pertanto la remunerazione finanziaria degli esborsi finanziari di capitale proprio o debito soci effettuati a favore del progetto. Il calcolo si basa sulla costruzione di una sequenza dei flussi di cassa degli azionisti, indicando con segno negativo i versamenti monetari di capitale sociale e di debito soci e con segno positivo i dividendi e gli interessi sul finanziamento soci percepiti al netto delle imposte. Il TIR degli azionisti è il tasso che annulla il valore attuale dei flussi di cassa degli azionisti e quindi rappresenta la redditività che gli azionisti riusciranno ad ottenere dal capitale proprio investito nel progetto.
  - **Valore attuale netto (VAN) di progetto:** è un indicatore finanziario che fornisce un'indicazione, in termini monetari, del valore creato o distrutto dal progetto all'istante della valutazione. Analiticamente è determinato dalla somma algebrica dei flussi di cassa del progetto attualizzati al tasso corrispondente al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital - WACC). La proposta di accettazione o di rifiuto di un progetto di investimento, in base a tale indicatore, consiste nell'accettare tutte le proposte il cui VAN sia superiore a zero, e nel rifiutare le proposte con VAN negativo. Se il valore del VAN è positivo, significa che si prevede un rendimento superiore al tasso minimo richiesto (WACC) e quindi l'investimento è in grado di generare ritorni (i.e. flussi monetari) superiori alle risorse impiegate nel progetto (i.e. capitale investito) e viceversa.
  - **Valore attuale netto (VAN) degli azionisti:** è un indicatore finanziario che fornisce un'indicazione, in termini monetari, del valore creato o distrutto per gli azionisti. Analiticamente è determinato dalla somma algebrica dei flussi di cassa spettanti agli azionisti, indicando pertanto la remunerazione finanziaria degli esborsi finanziari di capitale proprio o debito soci effettuati a favore del progetto. Il calcolo si basa sulla costruzione di una sequenza dei flussi di cassa degli azionisti, indicando con segno negativo i versamenti monetari di capitale sociale e di finanziamento soci e con segno positivo i dividendi e gli interessi sul finanziamento soci percepiti al netto delle imposte. In questo caso i flussi saranno attualizzati a un tasso corrispondente al costo dell'equity. Anche in questo caso, la proposta di accettazione o di rifiuto di un progetto di investimento consiste nell'accettare tutte le proposte il cui VAN sia superiore a zero, e nel rifiutare le proposte con VAN negativo. Se il valore del VAN è positivo, significa che si prevede un rendimento superiore al tasso di rendimento richiesto ( $K_e$ ) e quindi l'investimento è in grado di generare ritorni (i.e. flussi monetari) superiori alle risorse impiegate nel progetto e viceversa.
  - **Value for Money (VfM):** risparmio sui costi di un'alternativa di *public procurement* rispetto all'altra (ad esempio di una procedura di partenariato pubblico-privato rispetto all'appalto).