



Consiglio Nazionale
dei Dottori Commercialisti
e degli Esperti Contabili

Fondazione
Nazionale dei
Commercialisti

DOCUMENTO DI RICERCA

**IL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO
NELLE PROCEDURE DI PARTENARIATO
PUBBLICO-PRIVATO: ORIENTAMENTI
ANAC, RAGIONERIA GENERALE DELLO
STATO E GIURISPRUDENZA RECENTE**

Roberto De Luca

Nicola Lucido

21 MARZO 2019





SOMMARIO

1. PREMESSA.....	3
2. IL PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO ALLA LUCE DEL NUOVO QUADRO NORMATIVO NAZIONALE E INTERNAZIONALE.....	4
3. LE STATISTICHE SUL PPP: UN CONFRONTO INTERNAZIONALE	5
4. LA GESTIONE DEI RISCHI NELLE OPERAZIONI DI PPP	9
5. IL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO NELLE PROCEDURE DI PPP: IMPOSTAZIONE E PRINCIPALI INDICATORI ALLA LUCE DELLA GIURISPRUDENZA RECENTE E DELLE LINEE GUIDA ANAC E RGS	13
5.1. La durata della concessione	13
5.2. Risultati economici, previsioni patrimoniali e flussi di cassa.....	14
5.3. Ammortamento delle opere e valore residuo.....	18
5.4. Struttura finanziaria e sostenibilità del debito.....	19
5.5. Equilibrio economico-finanziario e redditività: dottrina e prassi.....	22
5.5.1. L'orientamento dell'ANAC, della RGS e giurisprudenza recente: profili di criticità e necessità di approfondimento	25
5.5.2. La valutazione dei rischi nel piano economico-finanziario: analisi di sensitività e scenario	29
5.5.3. La scelta del costo opportunità del capitale	31
5.5.4. L'equilibrio economico finanziario e i contributi a carico della P.A.: opportunità e adeguata quantificazione.....	32
5.5.5. Il monitoraggio della concessione e le ipotesi di revisione del piano economico-finanziario.....	34
6. CONCLUSIONI.....	37



1. Premessa

Il partenariato pubblico-privato (di seguito, anche “PPP”) rappresenta una peculiare forma di realizzazione e gestione di opere e servizi pubblici che sta conoscendo negli ultimi anni una fase di grande sviluppo. Nato nel mondo anglosassone, nel corso del tempo ha registrato anche in Italia una forte diffusione, anche alla luce della delicata situazione economico-finanziaria di molti enti e dei vincoli di finanza pubblica sempre più stringenti. Simili condizioni macroeconomiche, infatti, hanno imposto un ripensamento degli investimenti pubblici e delle loro modalità di realizzazione e gestione, valutando un differente e più incisivo intervento degli operatori privati per la realizzazione di opere pubbliche e infrastrutture.

La crescente importanza del PPP è testimoniata anche da numerosi interventi del legislatore volti a supportarne l'utilizzo (anche attraverso la leva fiscale) e, soprattutto, dalle previsioni del nuovo Codice dei contratti pubblici, che dedica un'intera sezione al partenariato, con l'intento di favorirne la diffusione, anche grazie a specifiche semplificazioni dal punto di vista amministrativo e procedurale. Tali azioni normative hanno favorito una significativa espansione del PPP, la cui incidenza sul totale delle opere pubbliche in Italia (in termini di importi) è cresciuta dal 6% del 2002 a oltre il 23% del 2017, con una crescita dei bandi di gara annui da poco più di 300 a quasi 3.300¹ (*infra*).

Solo grazie a un simile trend, è stato possibile fare fronte al forte decremento di investimenti pubblici in Italia, testimoniato dall'andamento dei mutui per spese in conto capitale degli enti locali, il cui valore complessivo è sceso dai 6,1 miliardi registrati nel 2006 a poco più di 650 milioni nel 2016².

Consapevole della sua importanza, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, in passato, ha già approfondito e affrontato la tematica in questione, attraverso la produzione di proposte normative, la predisposizione di documenti di analisi e partecipando a consultazioni pubbliche indette dalle istituzioni competenti. Il presente elaborato si pone in continuità con le succitate attività e prende spunto dalla necessità di formulare alcune considerazioni in relazione al nuovo Codice, ormai entrato pienamente a regime, ad alcuni importanti orientamenti giurisprudenziali e agli interventi in materia realizzati da parte della Ragioneria Generale dello Stato e dell'Autorità Nazionale Anticorruzione, alcuni dei quali molto recenti e molto incisivi, soprattutto su elementi naturalmente appannaggio dei commercialisti, quali la redazione del piano economico-finanziario, la valutazione della redditività e della sostenibilità finanziaria del progetto, la gestione dei rischi e così via.

Il documento, in definitiva, intende fare luce sugli ultimi orientamenti normativi e regolamentari in tema di partenariato pubblico-privato, evidenziando anche alcune criticità che emergono dall'analisi dei provvedimenti in questione, al fine di rendere più agevole il ricorso al PPP, creando anche nuove opportunità di investimento per le imprese e le Pubbliche Amministrazioni.

¹ Senato della Repubblica, Ufficio Valutazione Impatto (*Impact assessment office*) “I comuni italiani e il PPP. Un'opzione per gli investimenti pubblici: il Partenariato Pubblico-Privato”, Documento di analisi n. 15, 2018.

² Fonte: SRM – Studi e Ricerche per il Mezzogiorno su dati RGS, anni vari.



2. Il partenariato pubblico-privato alla luce del nuovo quadro normativo nazionale e internazionale

Il partenariato pubblico-privato rappresenta una modalità di realizzazione e gestione di infrastrutture, e/o di erogazione di servizi, nell'ambito della quale si verifica una forma di collaborazione tra un operatore economico e una Pubblica Amministrazione. La definizione della materia in questione è stata analizzata in maniera sempre più approfondita nel corso del tempo, giungendo all'emanazione delle nuove direttive comunitarie in materia di appalti pubblici e concessioni³. La definizione dedicata a queste ultime (in relazione alla realizzazione di lavori) è contenuta nell'art. 5 della Direttiva 2014/23/UE, laddove le si considera come contratti tramite i quali "una o più amministrazioni aggiudicatrici [...] affidano l'esecuzione di lavori ad uno o più operatori economici, ove il corrispettivo consista unicamente nel diritto di gestire i lavori oggetto del contratto o in tale diritto accompagnato da un prezzo". La nuova normativa nazionale (D.Lgs. 50/2016⁴, di seguito anche "Codice") ha recepito gli orientamenti comunitari in relazione ai contratti di partenariato, la cui definizione è fornita all'art. 3, comma 1, lett. eee), laddove si afferma che gli stessi costituiscono una forma di cooperazione tra il settore pubblico e quello privato finalizzata alla realizzazione di opere e alla gestione di servizi, per un periodo determinato in funzione della durata dell'ammortamento dell'investimento o delle modalità di finanziamento fissate, con una ripartizione del rischio da parte dell'operatore, secondo le condizioni stabilite nell'accordo tra i diversi soggetti (*infra*). Le diverse definizioni elaborate nel corso del tempo, pur simili tra loro, sono sintetizzate nella tabella seguente. Il Legislatore, nell'ambito della nuova normativa, ha inteso attribuire al PPP dignità ancora maggiore rispetto al passato. Se il Codice pregresso (D.Lgs. 163/2006) lo menzionava tra solo le definizioni (art. 3, comma 15-*ter*) e in alcuni articoli relativi a specifiche procedure, il D.Lgs. 50/2016 rubrica addirittura l'intero Titolo I della Parte IV "Partenariato Pubblico-Privato", dedicandogli gli artt. compresi tra il 180 e il 191. Le norme in questione definiscono diversi strumenti più specifici, trattati come *species* nell'ambito del più ampio *genus* rappresentato dal PPP: si tratta, in particolare, della finanza di progetto, della locazione finanziaria, del contratto di disponibilità, della permuta.

A tale proposito, giova sottolineare una particolarità nella struttura del D.Lgs. 50/2016, che colloca le concessioni nella Parte III, agli articoli compresi tra il 164 e il 179, in maniera autonoma rispetto ai contratti di partenariato. Dal tenore letterale della norma, si può intuire la differenza che il Legislatore ha inteso rimarcare tra i diversi strumenti, laddove l'art. 165 stabilisce che nei contratti di concessione come definiti all'art. 3, comma 1, lettere uu) e vv), la maggior parte dei ricavi di gestione del concessionario proviene dalla vendita dei servizi resi al mercato. Una tale formulazione, di fatto, limita le opportunità di intervento attraverso la concessione, che dovrebbe dunque escludere tutte le fattispecie in cui la stazione appaltante intenda realizzare un'opera "fredda" o in cui la Pubblica Amministrazione sia il *main payer*, attraverso la corresponsione di canoni o altre forme di remunerazione. L'art. 180, comma 2, invece, in relazione al

³ 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; 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.

⁴ Decreto legislativo 18 aprile 2016, n. 50 - Codice dei contratti pubblici.



partenariato, stabilisce che i ricavi di gestione dell'operatore economico provengono "dal canone riconosciuto dall'ente concedente e/o da qualsiasi altra forma di contropartita economica", anche sotto forma di introiti diretti provenienti dalla gestione del servizio ad utenza esterna, la cui sussistenza, tuttavia, diventa accessoria e non imprescindibile come nel contratto di concessione.

Tuttavia, a far nascere nuovi dubbi interpretativi rispetto alla natura dei diversi strumenti e alla loro collocazione all'interno del Codice, interviene l'art. 180, comma 8, che conferma la natura del PPP come un *genus* contrattuale riferibile a più modelli specifici in cui risulta prevalente la natura economico-finanziaria, che ricomprende al suo interno anche la concessione di costruzione e gestione e la concessione di servizi.

Tabella 1 - Definizioni di partenariato pubblico-privato

Fonte	Definizione
Libro Verde UE (Par. 1.1)	Forme di cooperazione tra le autorità pubbliche ed il mondo delle imprese che mirano a garantire il finanziamento, la costruzione, il rinnovamento, la gestione o la manutenzione di un'infrastruttura o la fornitura di un servizio.
SEC 2010 (Par. 15.41)	Contratti a lungo termine stipulati tra due unità, sulla base dei quali un'unità acquisisce o costruisce una o più attività, le gestisce per un determinato periodo e quindi le cede a una seconda unità. Tali accordi sono normalmente stipulati tra un'impresa privata e un'amministrazione pubblica, ma non sono escluse altre combinazioni (ad esempio, una società pubblica da una parte e un'istituzione senza scopo di lucro privata dall'altra).
Direttiva 2014/23/UE (art. 5, in riferimento alle concessioni)	Un contratto a titolo oneroso in virtù del quale una o più amministrazioni affidano l'esecuzione di lavori ad uno o più operatori economici, ove il corrispettivo consista unicamente nel diritto di gestire i lavori oggetto del contratto o in tale diritto accompagnato da un prezzo.
Manuale su deficit e debito pubblico (ed. 2016)	Nei contratti di PPP un'amministrazione pubblica acquista un servizio derivante dall'utilizzo di un "asset dedicato" da un operatore privato per un lasso di tempo ampio, che realizza l'asset ai fini dell'erogazione del servizio in questione.
D.Lgs. 50/2016 (Codice contratti pubblici - art. 3, comma 1, lett. eee)	Contratto [...] con il quale una o più stazioni appaltanti conferiscono a uno o più operatori economici per un periodo determinato in funzione della durata dell'ammortamento dell'investimento o delle modalità di finanziamento fissate, un complesso di attività consistenti nella realizzazione, trasformazione, manutenzione e gestione operativa di un'opera in cambio della sua disponibilità, o del suo sfruttamento economico, o della fornitura di un servizio connessa all'utilizzo dell'opera stessa, con assunzione di rischio secondo modalità individuate nel contratto, da parte dell'operatore.

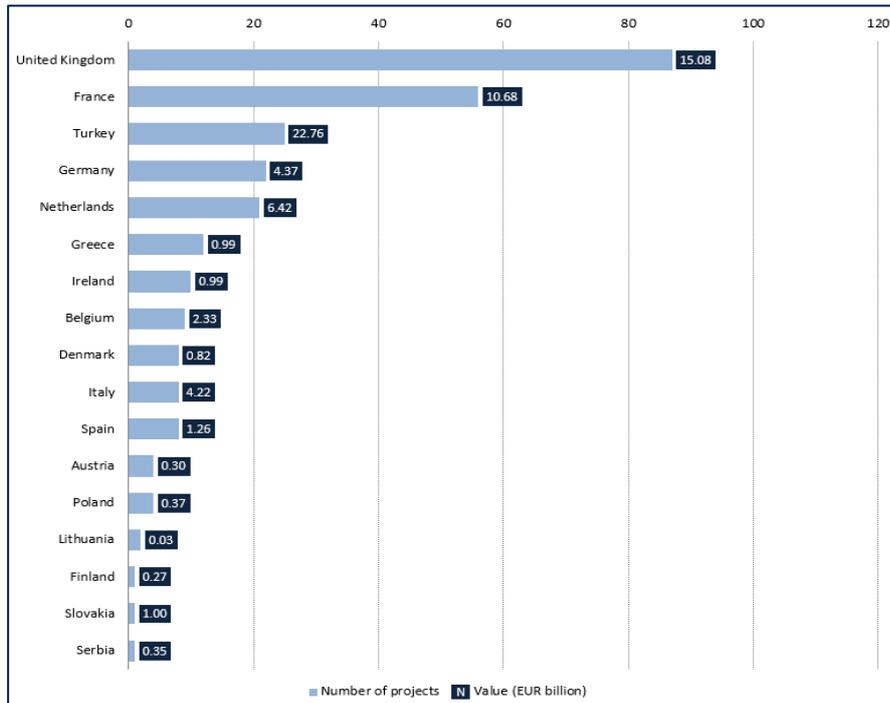
3. Le statistiche sul PPP: un confronto internazionale

I dati forniti dalla Banca Centrale Europea per il 2018 (analizzando solo i progetti di importo superiore ai 10 milioni) fanno registrare un valore aggregato delle operazioni di partenariato che hanno raggiunto il closing finanziario pari a 14,6 miliardi, con un lieve decremento (circa 4%) rispetto al 2017 (15,2 MLD). Tuttavia, nell'ambito del campione preso in considerazione, le statistiche relative al numero di progetti



che hanno trovato un accordo con i finanziatori rilevano una diminuzione rispetto all'anno precedente (39 contro 44), che tuttavia fa registrare un incremento del valore medio delle transazioni a circa 375 milioni, di poco superiore rispetto a quanto rilevato nel 2017 (345 milioni). Estendendo l'analisi anche agli anni precedenti, il nostro paese si colloca al decimo posto per numero di progetti.

Figura 1 - Evoluzione del mercato europeo del PPP per nazione (2014-2018)



Fonte: Market Update Review of the European PPP Market in 2018 – European PPP Expertise Centre (EPEC), gennaio 2019

Per quanto riguarda più specificamente il mercato italiano, i dati relativi agli anni che vanno dal 2002 al 2017, consentono di sostenere che il PPP è diventato nel tempo un mercato importante per il nostro Paese: quasi 32.000 procedimenti in corso, che vedono tra l'altro un grande contributo da parte degli enti locali⁵, dell'importo complessivo di circa 92,5 miliardi di euro, che rappresenta complessivamente oltre il 21% del mercato delle opere pubbliche in termini di valore economico.

Come evidenziato in premessa, si passa dalle 332 iniziative del 2002, alla media annua di circa 3.000 iniziative nel periodo 2012-2017, con il picco di 3.334 nel 2015, e con un 2016, nonostante l'entrata in vigore del nuovo Codice dei contratti pubblici, attestato a 3.092 operazioni. Anche gli importi, sebbene con un trend annuale altalenante condizionato da grandi progetti, nella dinamica dei quindici anni hanno segnato comunque una chiara crescita, con un picco eccezionale nel 2016 di oltre 12 miliardi di euro.

⁵ L'81% dei 31.865 bandi di gara pubblicati negli ultimi 16 anni ha visto il comune come stazione appaltante. L'incidenza delle gare di PPP sulle opere pubbliche delle amministrazioni comunali, nell'intero periodo 2002-2017, è del 12,3% per numero e del 31,4% per importo.



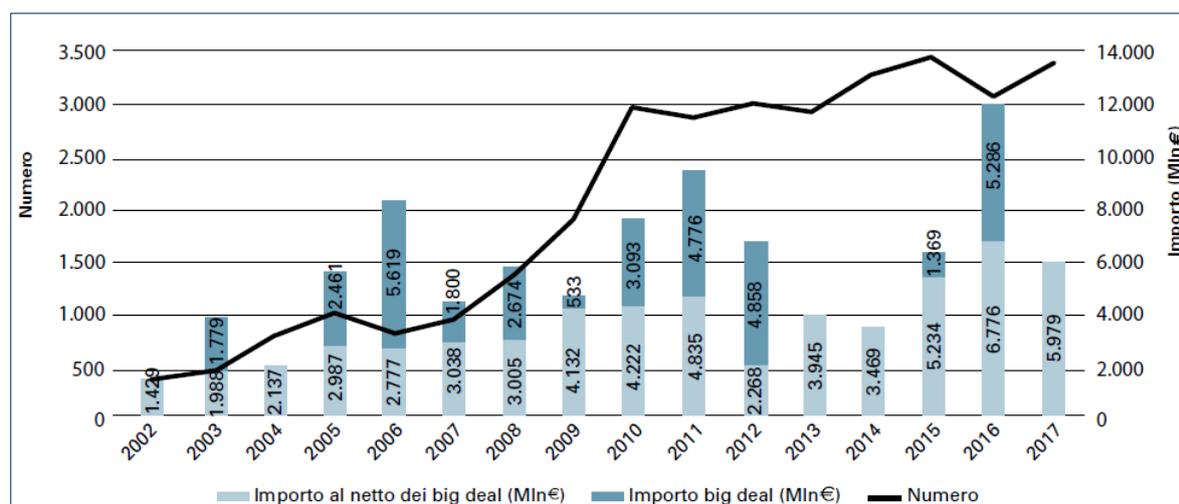
Tabella 2 - Mercato PPP, bandi di gara pubblicati e incidenza sulle OO.PP. (2002-2017)

Anni	Bandi PPP		Bandi PPP % bandi PPP su OO.PP.	
	Numero	Importo (Mln €)	Numero	Importo
2002	332	1.429	0,90%	6,00%
2003	514	3.767	1,50%	11,50%
2004	802	2.137	2,60%	6,60%
2005	968	5.448	3,20%	17,00%
2006	785	8.396	2,90%	28,10%
2007	949	4.838	3,70%	17,20%
2008	1.290	5.679	5,30%	18,40%
2009	1.849	4.766	10,00%	18,60%
2010	2.986	7.315	16,10%	26,50%
2011	2.779	9.611	16,60%	35,70%
2012	3.013	7.127	19,00%	32,40%
2013	2.843	3.945	20,30%	22,80%
2014	3.064	3.469	17,50%	12,60%
2015	3.302	6.604	17,70%	22,80%
2016	3.092	12.062	18,40%	50,40%
2017	3.297	5.979	17,70%	23,50%
2002-2017	31.865	92.572	8,8%	21,3%

Fonte: IFEL, "La dimensione comunale del Partenariato Pubblico-privato", seconda edizione, 2018

Considerando gli importi al netto dei *big deal*⁶, il valore 2017 è inferiore solo a quello record del 2016.

Figura 2 - Bandi per operazioni di partenariato pubblico-privato (anni 2002 – 2017)



Fonte: IFEL, "La dimensione comunale del Partenariato Pubblico-privato", seconda edizione, 2018

In relazione alle aggiudicazioni di contratti di PPP, tra 2002 e 2017, ne sono state censite oltre 8.500 per un importo complessivo di quasi 70 miliardi. Si è passati da 94 aggiudicazioni per un ammontare di

⁶ Procedure di importo superiore ai 500 milioni di euro.



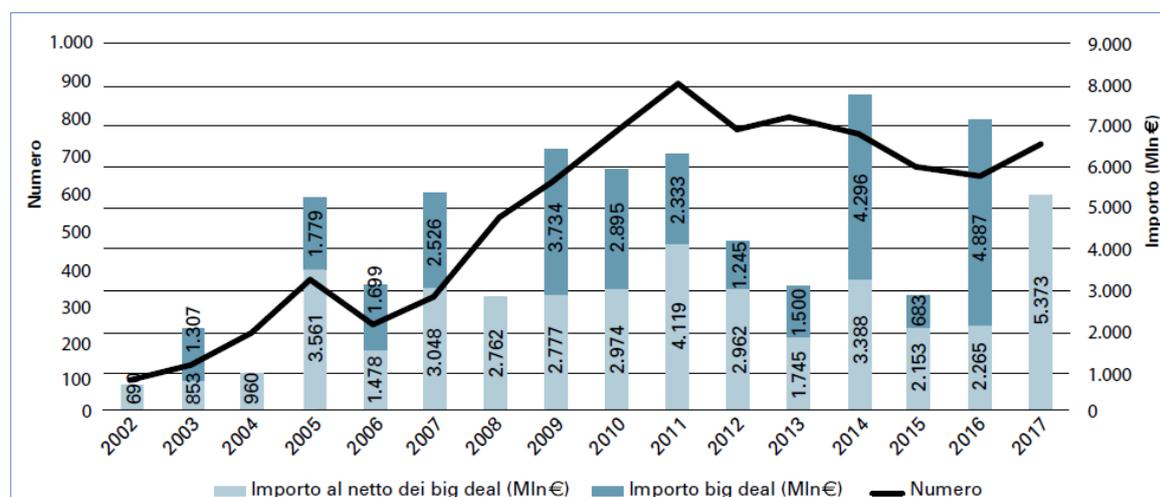
appena 689 milioni nel 2002, a 727 (per 5,3 miliardi) nel 2017. Simmetricamente a quanto accaduto per la pubblicazione dei bandi, anche per le aggiudicazioni l'incidenza del partenariato sulle opere pubbliche è cresciuto in maniera costante, fino a raggiungere il 33,6% degli importi, ancorché a fronte di un valore ancora non molto rilevante per quanto riguarda il numero (6,5%).

Tabella 3 - Mercato PPP, aggiudicazioni e incidenza sulle OO.PP. (2002-2017)

Anni	Aggiudicazioni PPP		Aggiudicazioni PPP % bandi PPP su OO.PP.	
	Numero	Importo (Mln €)	Numero	Importo
2002	94	690	0,50%	4,00%
2003	138	2.160	0,90%	11,30%
2004	229	960	1,20%	4,20%
2005	371	5.340	1,80%	18,50%
2006	254	3.177	1,70%	12,30%
2007	320	5.574	2,30%	25,40%
2008	514	2.762	3,50%	13,40%
2009	612	6.511	4,20%	26,50%
2010	752	5.869	5,40%	26,10%
2011	896	6.452	6,40%	26,80%
2012	765	4.207	5,30%	22,60%
2013	812	3.245	5,50%	20,20%
2014	756	7.684	4,80%	35,60%
2015	656	2.836	4,50%	15,10%
2016	629	7.152	5,30%	32,20%
2017	727	5.373	6,50%	33,60%
2002-2017	8.525	69.992	3,50%	20,60%

Fonte: IFEL, "La dimensione comunale del Partenariato Pubblico-privato", seconda edizione, 2018

Figura 3 - Aggiudicazioni di bandi per operazioni di partenariato pubblico-privato (anni 2002 – 2017)



Fonte: IFEL, "La dimensione comunale del Partenariato Pubblico-privato", seconda edizione, 2018



In relazione agli importi medi delle procedure, il 73% delle iniziative, per il 3% del valore del mercato, riguarda operazioni di importo pari o inferiore a € 500.000. Il restante 27% delle opportunità, per il 97% degli importi, riguarda invece interventi di ammontare superiore⁷.

4. La gestione dei rischi nelle operazioni di PPP

Come in precedenza accennato, uno degli elementi fondamentali affinché si possa configurare un contratto di partenariato è rappresentato dal trasferimento dei rischi, anche sulla base di quanto stabilito in sede di normativa europea. In particolare, giova sottolineare come, seppur per via indiretta, sia stabilito dal legislatore nazionale la necessità di trasferire il rischio operativo in capo all'operatore privato. Tale rimando è effettuato dall'art. 3, comma 1, lett. zz), che in primo luogo fornisce una definizione del rischio in questione, stabilendo che si tratti di un fattore "legato alla gestione dei lavori o dei servizi sul lato della domanda o sul lato dell'offerta o di entrambi". L'assunzione del rischio operativo da parte dell'operatore economico avviene nel caso in cui, "in condizioni operative normali⁸, 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 all'operatore economico nei casi di cui all'art. 180 deve comportare una reale esposizione alle fluttuazioni del mercato tale per cui ogni potenziale perdita stimata subito dal concessionario non sia puramente nominale o trascurabile".

Il riferimento al rischio operativo è stato in realtà traslato dalla normativa europea, laddove la succitata Direttiva 2014/23/UE al considerando 20 stabilisce che "un rischio operativo dovrebbe derivare da fattori al di fuori del controllo delle parti. Rischi come quelli legati a una cattiva gestione, a inadempimenti contrattuali da parte dell'operatore economico o a cause di forza maggiore non sono determinanti". In definitiva, il rischio operativo così come definito dalla direttiva UE consiste nell'esposizione all'alea del mercato, ossia nel rischio di: (i) concorrenza da parte di altri operatori; (ii) mancata copertura delle spese di gestione; (iii) squilibrio tra domanda ed offerta dei servizi erogati; (iv) responsabilità legata al mancato rispetto degli standard di servizio previsti; (v) insolvenza degli utenti. In base al Codice dei Contratti, all'interno di tale categoria di rischio rientrano, in particolare tre tipologie, menzionate dall'art. 180, comma 3, attraverso il richiamo alle definizioni presenti all'art. 3, comma 1, lett. aaa), bbb) e ccc), vale a dire:

- **Rischio di costruzione:** connesso all'eventuale ritardo nei tempi di esecuzione, al mancato rispetto degli standard di progetto, a un aumento dei costi di realizzazione, a inconvenienti di tipo tecnico, fino ad arrivare al mancato completamento dell'opera. Più specificamente, in base anche ai dettami dell'ANAC, è possibile includere nella tipologia in questione rischi connessi a:

⁷ Fonte: IFEL, "La dimensione comunale del Partenariato Pubblico-privato", seconda edizione, 2018.

⁸ Intendendo in tale fattispecie l'insussistenza di eventi non prevedibili.



- sopravvenienza di interventi di modifica del progetto, derivanti da errori o omissioni di progettazione, tali da incidere in maniera significativa su tempi e costi di realizzazione delle opere;
 - esecuzione dell'opera difforme dal progetto;
 - aumento del costo dei fattori produttivi rispetto a quanto previsto nel progetto;
 - errata valutazione dei tempi di costruzione;
 - inadempimenti contrattuali di fornitori e subappaltatori.
- Rischio di disponibilità, legato alla capacità del concessionario, di erogare le prestazioni stabilite contrattualmente, sia per volume che per standard di qualità previsti. In tale categoria possono rientrare alcune fattispecie specifiche:
 - manutenzione straordinaria non preventivata, derivante da una progettazione o costruzione non adeguata, con conseguente aumento dei costi di gestione;
 - rischio di performance, ossia il rischio che la struttura messa a disposizione o i servizi erogati non siano conformi agli standard pattuiti, sulla base di specifici indicatori di prestazione (*Key Performance Indicator* - KPI) elaborati preventivamente in relazione all'oggetto e alle caratteristiche del contratto o agli standard tecnici e funzionali da rispettare;
 - indisponibilità totale o parziale della struttura da mettere a disposizione e/o dei servizi da erogare.
 - Rischio di domanda, collegato ai diversi volumi di domanda del servizio che il concessionario deve soddisfare, cioè a una riduzione dell'utenza e una conseguente diminuzione dei flussi di cassa previsti. Si tratta di una tipologia di alea che può essere anche indipendente dagli standard quali/quantitativi garantiti dall'operatore in relazione alle prestazioni erogate. In tale categoria di rischio è possibile distinguere due fattispecie specifiche:
 - contrazione della domanda complessiva del mercato relativa al servizio, che si riflette anche su quella dell'operatore economico;
 - riduzione della domanda specifica, ad esempio in seguito all'emergere sul mercato di un competitor che eroda quote di mercato al concessionario.

Nel contratto di partenariato pubblico-privato il trasferimento del rischio in capo all'operatore economico comporta l'allocazione a quest'ultimo, oltre che del rischio di costruzione, anche del rischio di disponibilità o del rischio di domanda dei servizi resi (nei casi di attività redditizia verso l'esterno), per il periodo di gestione dell'opera. Il contenuto del contratto è definito tra le parti in modo che il recupero degli investimenti effettuati e dei costi sostenuti dall'operatore economico, per eseguire il lavoro o fornire il servizio, dipenda dall'effettiva fornitura del servizio o utilizzabilità dell'opera o dal volume dei servizi erogati in corrispondenza della domanda e, in ogni caso, dal rispetto dei livelli di qualità contrattualizzati. Con il contratto di PPP sono altresì disciplinati anche i rischi, incidenti sui corrispettivi, derivanti da fatti non imputabili all'operatore economico.

Il trasferimento di rischio di domanda e/o di disponibilità è fondamentale affinché si possa configurare un rapporto di tipo concessorio (tipico del PPP) rispetto a un'ordinaria procedura di appalto: già la



Determina ANAC 10/2015, infatti, stabiliva che “in assenza di alea correlata alla gestione, indipendentemente dal *nomen iuris* utilizzato, non si configura la concessione bensì l’appalto, nel quale vi è unicamente il rischio imprenditoriale derivante dalla errata valutazione dei costi di costruzione, da una cattiva gestione, da inadempimenti contrattuali da parte dell’operatore economico o da cause di forza maggiore. Nella concessione, invece, al rischio proprio dell’appalto, si aggiunge il rischio di mercato”. Si rappresenta che, per perseguire il trasferimento del rischio in capo all’operatore economico, è necessario che si verifichino alcune condizioni:

- rischio di costruzione è attribuito al soggetto privato laddove non sussistano obblighi a carico della stazione appaltante di corrispondere le somme o i canoni stabiliti senza la preventiva verifica del rispetto degli standard pattuiti, ovvero impegni a sostenere eventuali costi aggiuntivi a prescindere dagli eventi che li hanno determinati;
- per ciò che concerne il rischio di disponibilità, il riconoscimento dei corrispettivi pattuiti deve essere strettamente correlato al volume e alla qualità delle prestazioni erogate; la convenzione, dunque, sulla base di appositi indicatori (*key performance indicators* – KPI) dovrà prevedere un sistema automatico di penali in grado di incidere significativamente sui ricavi e profitti dell’operatore economico. Ne consegue che non deve esserci un tetto massimo alle decurtazioni, in quanto, in caso contrario, verrebbe meno il principio di proporzionalità e il collegamento tra pagamenti e performance erogate dall’operatore privato (in base al principio c.d. *zero payment for zero availability*);
- infine, per quanto riguarda il rischio di domanda, non deve essere assicurato al soggetto privato corrispettivi di importo quantificato indipendentemente dall’effettiva fruizione del servizio o utilizzo dell’opera da parte dell’utenza. Ai fini dell’effettivo trasferimento di questa tipologia di rischio, è necessario non sottostimare il livello di domanda che si prevede: in caso contrario, eventuali modifiche o fluttuazioni non inciderebbero sulla redditività del progetto e non determinerebbero la possibilità di generare perdite in capo al concessionario.

Secondo quanto indicato dalla succitata Delibera ANAC, oltre alle tre tipologie fin qui analizzate, giova sottolineare come in un contratto di PPP sarà necessario individuare e prevedere la corretta gestione ed allocazione anche di ulteriori fattispecie di rischi, quali, ad esempio:

- amministrativo: ritardo o diniego nel rilascio di autorizzazioni, pareri, ecc. da parte di soggetti pubblici e privati competenti;
- commissionamento: mancato consenso alla realizzazione dell’opera da parte di Pubbliche Amministrazioni o della collettività, con conseguenti ritardi nella realizzazione e insorgere di contenziosi, ovvero nei casi estremi, con la conseguente interruzione della procedura;
- ambientale e/o archeologico: rischio connesso a cattive condizioni del terreno, al pericolo di ritrovamenti archeologici, con conseguenti ritardi nella realizzazione dell’opera e incremento di costi per il risanamento ambientale o la tutela archeologica;
- espropri: ritardi o maggiori oneri connessi al procedimento ablativo;



- *change in law*, vale a dire modifiche di tipo normativo o regolamentare non prevedibili contrattualmente che determinano l'insorgere di maggiori oneri per il concessionario;
- mancato reperimento delle risorse finanziarie;
- finanziario, legato, ad esempio a un aumento generalizzato dei tassi di interesse di mercato;
- insolvenza da parte dei soggetti che dovrebbero corrispondere i corrispettivi relativi alle prestazioni erogate (es.: Comune, società partecipata, ente strumentale, ecc.);
- obsolescenza tecnica;
- valore residuo, sia tecnico che finanziario.

Al fine di gestire al meglio le problematiche fin qui analizzate, l'Autorità stabilisce la necessità di allegare al contratto di partenariato (o di concessione) un'apposita matrice che definisca le diverse fattispecie di rischio, individui la suddivisione dei rischi e gli eventi che danno luogo alle ipotesi di revisione del piano economico-finanziario (*infra*), consentendo, in definitiva di verificare la sussistenza delle condizioni di praticabilità di una procedura di PPP, rispetto alle quali, come in precedenza sottolineato, è necessario che si configuri un apposito trasferimento dei rischi in capo al soggetto privato. L'elaborato deve tenere in considerazione tutte le fasi della concessione (es.: progettazione, costruzione e gestione)⁹, al fine di normare al meglio tutti i possibili eventi che possono influire sull'ordinario e fisiologico andamento del rapporto tra stazione appaltante e operatore economico. Tale documento è posto a base di gara e costituisce anche uno degli elementi di valutazione dell'offerta.

Tabella 4 - Esempio di matrice dei rischi

Tipo di rischio	Probabilità ¹⁰	Conseguenze dell'evento ¹¹	Strumenti di mitigazione	Rischio a carico del Pubblico (%)	Rischio a carico del Privato (%)	Rif. in convenzione
Progettazione						
Esecuzione						
Aumento costo materie prime						
Insolvenza fornitori						
Calo domanda macro						
Domanda specifica						
Disponibilità						
Amministrativo						
Commissionamento						
Ambientale						
<i>Change in law</i>						
Obsolescenza						
Valore residuo						

Fonte: rielaborazione da ANAC, delibera n. 318/2018.

⁹ È possibile anche suddividere la matrice dei rischi in relazione alle diverse fasi del ciclo di vita del contratto (fase preliminare al bando/progettuale/di costruzione/di gestione).

¹⁰ La probabilità che un evento si verifichi può essere espressa in forma numerica (in percentuale) o attraverso una valutazione qualitativa (alta, media, bassa, ecc.).

¹¹ In termini di maggiori esborsi finanziari, ritardo nelle attività, e così via.



La necessità di un'adeguata allocazione dei rischi, definita dal legislatore e dall'ANAC, è stata confermata anche in sede giurisprudenziale, laddove si è affermato Il contratto di concessione posto in essere senza una adeguata distribuzione dei rischi in violazione dei principi comunitari, e ciò vale anche per tutti i contratti di PPP, è nullo per la "illiceità della causa ai sensi dell'art. 1344 (*contratto in frode alla legge*) del codice civile", in quanto sarebbe utilizzato allo scopo di conseguire un risultato precluso dall'ordinamento¹².

5. Il piano economico-finanziario nelle procedure di PPP: impostazione e principali indicatori alla luce della giurisprudenza recente e delle Linee Guida ANAC e RGS

La corretta allocazione dei rischi deve trovare adeguata rappresentazione all'interno del piano economico-finanziario (PEF), che costituisce uno degli elementi posti a base di gara dalla stazione appaltante, come stabilito esplicitamente dall'art. 181. L'elaborato diventa fondamentale per consentire, soprattutto all'ente concedente, di verificare, in via previsionale, diversi fattori fondamentali per il corretto utilizzo degli strumenti di PPP per un determinato progetto, tra cui:

1. durata complessiva dell'investimento;
2. risultati economici;
3. previsioni patrimoniali;
4. flussi di cassa;
5. modalità di ammortamento delle opere realizzate ed eventuale valore residuo;
6. struttura del capitale e sostenibilità del debito, riguardo alla necessità del *closing* finanziario;
7. ripartizione dei rischi;
8. redditività del progetto;
9. redditività dei portatori di *equity*;
10. eventuale contribuzione e carico dell'ente.

5.1. La durata della concessione

Uno dei principali aspetti da tenere in considerazione nelle operazioni di PPP riguarda la definizione della durata del rapporto tra concedente e concessionario che sia congrua ed adeguata al tipo di investimento da effettuare¹³, in base alle risultanze del piano economico-finanziario. A tale proposito, un primo riferimento proviene dalla citata Direttiva 2014/23/UE, richiamata anche dall'ANAC, in base alla quale (Considerando n. 52) "per le concessioni di durata superiore a cinque anni 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

¹² TAR Sardegna, sentenza n. 213 del 10 Marzo 2011.

¹³ Giova sottolineare come il PEF debba considerare l'intera durata della concessione, dal momento della firma del contratto: ciò significa che, ad esempio nelle operazioni di finanza di progetto ex art. 183, nei primi esercizi dovranno probabilmente essere rilevate le operazioni di progettazione e realizzazione delle opere.



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. Dovrebbe essere possibile includere gli investimenti iniziali e successivi ritenuti necessari per l'esecuzione della concessione, in particolare spese per infrastrutture, diritti d'autore, brevetti, materiale, logistica, affitto, formazione del personale e spese iniziali".

La stessa Autorità Anticorruzione evidenzia come, in base a quanto riportato, ai fini della definizione della durata della concessione sia necessario tenere in considerazione i principali elementi desumibili dal piano economico-finanziario, vale a dire i flussi di cassa complessivi generati dall'investimento, la valutazione dei rischi e, soprattutto, la redditività del progetto e il ritorno sul capitale investito. Il Codice dei contratti, d'altro canto, all'art. 3, comma 1, lett. eee), stabilisce che la durata del rapporto debba essere definita in funzione "dell'ammortamento dell'investimento o delle modalità di finanziamento fissate", mentre all'art. 168, in relazione alle concessioni, afferma che per quelle ultraquinquennali la durata massima "non può essere superiore al periodo di tempo necessario al recupero degli investimenti da parte del concessionario individuato sulla base di criteri di ragionevolezza, insieme ad una remunerazione del capitale investito, tenuto conto degli investimenti necessari per conseguire gli obiettivi contrattuali specifici come risultante dal piano economico-finanziario. Gli investimenti presi in considerazione ai fini del calcolo comprendono quelli effettivamente sostenuti dal concessionario, sia quelli iniziali sia quelli in corso di concessione".

In definitiva, l'attuale normativa si presenta molto più stringente rispetto al Codice previgente, il quale (art. 143) individuava una soglia molto più ampia, stabilendo che la durata di tali contratti fosse "di regola non superiore a trenta anni", ritenendo comunque possibile estenderla fino a cinquanta anni laddove fosse stato necessario ai fini del perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario. Inoltre, poiché attualmente gli elementi dirimenti sono strettamente connessi alla complessità dell'operazione e a parametri di tipo economico-finanziario, diventa difficile individuare una durata genericamente valida in maniera universale, essendo necessario effettuare un'analisi specifica per ogni progetto, ai fini di valutare al meglio i parametri in precedenza menzionati (redditività, tempistica di rientro del capitale impiegato, ammortamento dell'investimento), anche in base al settore di appartenenza, agli obiettivi da perseguire e alla tipologia di procedura di partenariato.

Tale impostazione conferma la centralità del piano economico-finanziario anche per la definizione della durata della concessione.

5.2. Risultati economici, previsioni patrimoniali e flussi di cassa

All'interno del PEF sono contenute le proiezioni relative ai conti economici, agli stati patrimoniali e ai rendiconti finanziari per l'intera durata della concessione¹⁴. Al fine di ottenere una corretta

¹⁴ L'elaborazione dei bilanci previsionali è operazione delicata in quanto, ancorché la valutazione dell'investimento sia concepita in ottica finanziaria (infra), è necessario in ogni caso verificare i risultati economici, la possibilità di far fronte a eventuali perdite, la capacità di produrre utile, nonché la connessa possibilità di distribuire dividendi agli azionisti, e così via.



rapresentazione contabile, è necessario individuare in maniera specifica i costi di realizzazione connessi all'opera pubblica e quelli relativi alle eventuali opere accessorie, che potrebbero anche essere concesse in proprietà al concessionario e destinate alla vendita a terzi: ipotizzando un investimento complesso, in cui il contributo concesso al privato è costituito da un immobile o da diritti edificatori, i costi connessi alla realizzazione 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. In base al Principio Contabile OIC 24, il valore delle opere che rimarranno nella disponibilità del concessionario, a cui è assegnata la gestione, deve essere iscritto tra le immobilizzazioni immateriali, sotto la voce "concessioni"¹⁵. Il paragrafo 28 individua tra gli elementi iscrivibili alla voce B.I.4 dello stato patrimoniale i costi connessi all'ottenimento di concessioni su beni di proprietà degli enti concedenti (sfruttamento in esclusiva di beni pubblici quali ad esempio il suolo demaniale) o per l'esercizio di attività proprie degli enti concedenti (gestione regolamentata di alcuni servizi pubblici quali ad esempio autostrade, trasporti, parcheggi, ecc.)¹⁶.

Per ciò che concerne l'eventuale contributo che la stazione appaltante può concedere al soggetto privato ai fini del perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario, laddove sia erogato sotto forma di canoni, tariffe ombra o altri strumenti di sostegno alla gestione dell'opera per il concessionario (es.: compartecipazione alle spese di gestione), esso sarà contabilizzato come un ricavo di competenza¹⁷. 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 internazionale¹⁸, vale a dire l'imputazione tra i ricavi pro quota, in base al principio di competenza, per l'intera durata della concessione a la riduzione del costo dell'immobilizzazione, con la conseguente imputazione di minori quote di ammortamento¹⁹. 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 imponibile per il

Inoltre, in molti casi la valutazione del valore residuo delle immobilizzazioni e la modalità di ammortamento rappresentano aspetti fondamentali nel giudizio sulla convenienza di un investimento e sull'adeguata ripartizione dei rischi.

¹⁵ A tale proposito, il Principio Contabile, al paragrafo A.12, definisce le concessioni come "provvedimenti con i quali la pubblica amministrazione trasferisce ad altri soggetti i propri diritti o poteri, con i relativi oneri ed obblighi".

¹⁶ Giova sottolineare, a tale proposito, alla metodologia "ordinaria", sia possibile fare ricorso anche allo strumento dell'ammortamento finanziario, previsto tra l'altro anche dal TUIR, che all'art. 104 stabilisce che "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".

¹⁷ Da imputare nella voce A1 o A5 del conto economico a seconda di quanto stabilito nel contratto.

¹⁸ Si vedano, ad esempio, il principio contabile OIC 16 (paragrafi 86 e seguenti) e lo IAS 20.

¹⁹ Tra le due soluzioni, la prima appare quella maggiormente condivisibile e di più facile utilizzazione, anche in termini di maggiore intellegibilità del bilancio e dell'investimento effettuato dal soggetto privato, soprattutto nei casi in cui il contributo in conto capitale sia difficilmente attribuibile ad uno specifico cespite da ammortizzare.



concessionario, rilevante sia ai fini delle imposte dirette²⁰ che indirette²¹. Le dinamiche economiche (es.: risultati di esercizio) e patrimoniali (es.: variazioni di capitale circolante netto) consentono anche di procedere alla stima dei flussi di cassa, la cui determinazione è fondamentale ai fini della sostenibilità del debito (*infra*) e per verificare la sussistenza di un'adeguata redditività a favore dei portatori di capitale proprio. È opportuno, a questo punto, ribadire la fondamentale differenza tra i flussi di cassa operativi (*unlevered*)²² e quelli disponibili per gli azionisti (*free cash flow to equity – levered*), la cui distinta determinazione è fondamentale ai fini della verifica della redditività del progetto e del capitale proprio.

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 in considerazione le entrate e le uscite monetarie relative all'investimento iniziale e alla fase di gestione²³). 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 seguito²⁴:

Tabella 5 - Flusso di cassa operativo di progetto (metodo diretto)

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

Il risultato in questione può essere raggiunto anche utilizzando un procedimento diverso e partendo dal reddito operativo, depurandolo di alcune poste.

²⁰ 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 dal Codice dei contratti per le procedure di partenariato.

²¹ L'Agenzia delle Entrate, con Risoluzione n. 161/E del 31 ottobre 2000, 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".

²² 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 terzi.

²³ 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).

²⁴ Sul punto si veda, ad esempio, Unità Tecnica Finanza di Progetto, "Project finance – Elementi introduttivi", edizione 2010.



Tabella 6 - Flusso di cassa operativo di progetto (metodo indiretto)

(+) Ebit
(-) Imposte su risultato operativo
(=) NOPAT (<i>net operating profit after taxes</i>)
(+) Costi non monetari (ammortamenti, svalutazioni, acc.ti, ecc.)
(+/-) Variazione del capitale circolante netto
(-) Utilizzo fondi
(=) Flusso della gestione corrente
(-/+) Investimenti (Disinvestimenti) in immobilizzazioni
(=) Flusso di cassa operativo (FCO)

Poiché il cash flow operativo non risente della struttura finanziaria dell'investimento, né del costo delle fonti di finanziamento, per misurare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti²⁵ e la liquidità finale, è necessario tenere in considerazione, rispettivamente, l'incidenza della quota capitale e degli interessi da restituire ai finanziatori e dei dividendi distribuiti, come sintetizzato di seguito.

Tabella 7 - Dal flusso di cassa operativo al saldo di cassa di periodo²⁶

Flusso di cassa operativo
(+) Versamenti capitale sociale
(+/-) Altri movimenti <i>equity</i>
(+) Accensione finanziamenti
(+) Imposte su reddito operativo
(-) Imposte su reddito netto
(=) Flusso di cassa disponibile per il servizio del debito
(-) Pagamento interessi passivi
(-) Rimborso quote capitale debito
(+) Beneficio fiscale debito
(=) Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)
(-) Pagamento dividendi ad azionisti
(-) Altre restituzioni di <i>equity</i>
(=) Flusso di cassa netto dell'esercizio

Il passaggio dal flusso di cassa operativo a quello netto consente di apprezzare la ripartizione delle risorse e delle varie fonti che finanziano l'investimento.

²⁵ Si veda anche la definizione di Borsa Italiana: <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/metodo-dcf-discounted-cash-flow140.htm>

²⁶ Elaborazione da P. Marasco, M. Tranquilli, "Project financing e PPP: le buone prassi Il Piano economico finanziario: la valutazione dell'equilibrio e del riequilibrio nelle concessioni di costruzione e gestione", Forum PA 2018, 24 maggio 2018 e M. Nicolai (Fondazione Ifel per i Comuni), "La finanziarizzazione dell'intervento pubblico - Partenariato Pubblico-privato e Project Financing", 4 giugno 2015.



5.3. Ammortamento delle opere e valore residuo

Come in precedenza evidenziato, generalmente l'impianto contrattuale dei PPP è in genere strutturato in modo da non comportare per il soggetto pubblico alcun obbligo di pagamento al Partner privato alla scadenza naturale del contratto. Tale impostazione, tuttavia, in alcune circostanze può non essere rispettata: un esempio tipico è quello in cui vi siano nuovi beni costruiti non all'inizio ma in una fase intermedia della concessione, ad esempio perché il cronoprogramma prevedeva un avanzamento per lotti funzionali o in conseguenza di un evento straordinario (situazione che può comportare un esborso finale da parte; un altro caso simile è quello in cui gli *asset* in questione abbiano una vita tecnica ed economica particolarmente lunga rispetto alla durata del contratto). In tali circostanze, alla scadenza del rapporto, può essere previsto il pagamento del valore residuo del bene da parte della stazione appaltante o da parte del soggetto privato che dovesse subentrare nella gestione dell'opera.

Una simile evenienza può manifestarsi con maggiore frequenza in base al nuovo impianto normativo, che prevede rapporti concessori più brevi, che possano dar vita a una discrepanza tra ammortamento finanziario, obsolescenza e ammortamento tecnico dei beni.

Il parametro in questione deve essere tenuto in debita considerazione atteso che, ad esempio, la presenza di clausole contrattuali che obblighino la stazione appaltante a versare un corrispettivo al termine della procedura, rischia di imporre una contabilizzazione *on-balance* delle opere realizzate.

L'importanza della definizione del valore residuo è sottolineata anche dall'ANAC, la cui citata Delibera sottolinea come, nell'ambito degli elementi disciplinati dal contratto di partenariato, uno degli aspetti da delineare riguarda proprio "il corrispettivo per l'eventuale valore residuo dell'investimento non ammortizzato al termine del rapporto contrattuale, nonché le modalità e le tempistiche di pagamento di tale valore da parte del subentrante".

Nell'ambito degli strumenti di PPP, la corresponsione del valore di subentro è espressamente menzionata dal Codice per il contratto di disponibilità, laddove all'art. 188, comma 1, è previsto che una delle forme di corrispettivo che concorre alla remunerazione dell'affidatario possa essere rappresentata, eventualmente, da "prezzo di trasferimento, parametrato, in relazione ai canoni già versati e all'eventuale contributo incorso d'opera di cui alla precedente lettera b), al valore di mercato residuo dell'opera, da corrispondere, al termine del contratto, in caso di trasferimento della proprietà dell'opera all'amministrazione aggiudicatrice". La tematica del valore residuo, connessa al subentro di un nuovo concessionario, è molto sentita in particolari settori, come quello delle autostrade o delle reti per *utilities* (si pensi, ad esempio, alla distribuzione del gas), in cui la durata della concessione è relativamente breve, mentre la vita utile dei beni realizzati è molto estesa: in questo caso, il subentrante dovrà corrispondere al soggetto uscente un quantum parametrato al costo che sarebbe necessario per ricostruire *ex novo* l'impianto, alla vita utile dell'*asset*, al degrado tecnico subito e agli investimenti aggiuntivi realizzati²⁷.

²⁷ Porre a carico del subentrante il pagamento dell'importo in questione rappresenta un elemento fondamentale ai fini della corretta gestione del "rischio di valore residuo e di obsolescenza" (contemplato sia da ANAC che dal SEC2010), che comprende il pericolo che al momento della restituzione il valore del bene sia inferiore a quello atteso e le modalità in base alle quali le amministrazioni pubbliche hanno l'opzione di acquisire il bene.



In tali circostanze, la definizione della modalità di quantificazione, di chi dovrà versare e delle tempistiche previste, può diventare un elemento dirimente per il buon fine del progetto, soprattutto in relazione alla possibilità di arrivare al *closing* con i finanziatori (*infra*).

5.4. Struttura finanziaria e sostenibilità del debito

Le operazioni di partenariato pubblico-privato, più che da un'ottica *corporate*, sono caratterizzate da un approccio tipico del *project finance*, in cui i progetti prevedono una consistente quota di finanziamenti da parte di terzi rispetto al capitale proprio, rispetto ai quali la garanzia per il rimborso è rappresentata prevalentemente dai flussi di cassa generati dall'investimento²⁸. Da questo punto di vista, da più parti è stato evidenziato come il raggiungimento del finanziamento bancario costituisca uno degli elementi di maggiore criticità del nostro sistema, a causa del quale il PPP non ha conosciuto la diffusione e non ha avuto l'impatto registrato in altri paesi.

In relazione al tema della sostenibilità finanziaria (bancabilità), e dei *financial closing* (inteso come il momento di sottoscrizione del contratto di finanziamento tra il concessionario e la banca - o *pool* di banche - finanziatrice), un'indagine del DIPE segnala che tra il 2002 e il 2014 (in vigore della precedente normativa) hanno raggiunto il contratto di finanziamento circa il 15 per cento del totale dei progetti giunti alla fase di gestione²⁹.

Le criticità connesse alla chiusura dei contratti di finanziamento riguarda anche le tempistiche, atteso che secondo un'indagine BEI, la lunghezza media dei tempi che intercorrono tra l'aggiudicazione e il *financial closing*, è stimata in un range compreso tra i 12 e i 32 mesi³⁰.

Per quanto riguarda i progetti di grandi dimensioni, tra l'altro, l'European PPP Expertise Centre sottolinea come dei pochi progetti che hanno raggiunto il finanziamento, il 62% prevedeva una compartecipazione da parte del soggetto pubblico in termini di contributo in conto capitale o supporto alla gestione tramite canoni di disponibilità, tariffe ombra e così via³¹.

I dati relativi ai contratti di finanziamento firmati, che emergono dall'analisi del campione, sono i seguenti:

- durata media pari a circa 17,5 anni;
- tasso di interesse medio sul debito *senior* accordato (tasso base più *spread*) pari al 6,2%;
- importo medio del finanziamento pari a circa 9 milioni di euro.

L'importanza della bancabilità delle iniziative di PPP, tra l'altro, è menzionata esplicitamente dal Codice, laddove nella definizione fornita dall'art. 3, comma 1, lett. fff), tra gli elementi che

²⁸ Lo schema di tipo *project* prevede che i finanziatori e gli investitori si basino esclusivamente (operazioni *non recourse*) o parzialmente (*limited recourse*) sul flusso di cassa generato dal progetto per rimborsare i prestiti e ottenere un ritorno sugli investimenti, escludendo totalmente o parzialmente (nel tempo, nell'ammontare e nella qualità) la rivalsa dei finanziatori sugli azionisti nel caso di eventi patologici. Si tratta di un approccio diverso dal finanziamento alle imprese su base *corporate* nel quale i finanziatori valutano, per l'erogazione dei prestiti, la solidità dei bilanci del mutuatario.

²⁹ "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" – Cresme / DiPE, Settembre 2015.

³⁰ Fonte: Relazione Annuale UTFP 2011.

³¹ Market Update Review of the European PPP Market in 2017 – European PPP Expertise Centre (EPEC), Marzo 2018.



contribuiscono all'equilibrio economico-finanziario figura la "presenza delle condizioni di [...] sostenibilità finanziaria", da intendersi come "la capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso del finanziamento". L'analisi della bancabilità dell'iniziativa assume grande rilevanza non solo per i soggetti finanziatori ma anche per le stazioni appaltanti, tant'è che lo stesso D.Lgs. 50/2016, oltre a imporre un'apposita valutazione sulla sostenibilità economico-finanziaria (art. 181), contiene un articolo specifico rubricato "finanziamento del progetto" (art. 182), a testimonianza dell'importanza e della criticità dell'elemento in questione nelle procedure di PPP. La fattibilità dell'investimento dal punto di vista finanziario può essere valutata attraverso l'utilizzo di alcuni indicatori sintetici, largamente utilizzati nella prassi e "validati" anche dall'ANAC nei provvedimenti sopra citati:

- 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 in precedenza determinato) e il servizio del debito comprensivo di quota capitale (C) e quota interessi (I), come rappresentato dalla formula seguente:

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

La sostenibilità del servizio del debito in ogni esercizio sarà raggiunta allorché il DSCR sia almeno superiore all'unità; tuttavia, al fine di garantire un certo margine di sicurezza, è buona norma considerare come soglia limite il valore pari ad almeno 1,2/1,3, ancorché alcuni studi dimostrino come, soprattutto per progetti *greenfield*, la maggior parte delle istituzioni finanziarie internazionali richieda un DSCR almeno pari a 1,5³². 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, alle garanzie fornite e al potere contrattuale delle parti. Ad esempio, un investimento in cui il concessionario sostenga interamente il rischio di domanda esigerà valori superiori, in maniera coerente con il profilo di alea connessa alla gestione. Il calcolo del DSCR risulta molto importante in quanto, in alcuni casi, è possibile prevedere un rimborso del finanziamento "a target", quantificato al fine di mantenere il *debt service cover ratio* al di sopra di una soglia prestabilita e pattuita contrattualmente. Dal punto di vista statistico, in base ai dati precedentemente riportati, i progetti analizzati si caratterizzavano per i seguenti valori dell'indicatore in questione:

- Il DSCR minimo pari a circa 1,09;
 - il DSCR medio pari a circa 1,77.
- LLCR (*loan life cover ratio*), che, diversamente dal DSCR, non agisce in ottica puntuale ma analizza la sostenibilità della debitoria nel *continuum* della gestione dell'investimento, facendo riferimento

³² Cfr. X. Zhang, "Financial viability analysis and capital structure optimization in privatized public infrastructure projects", *Journal of Construction Engineering and Management*, 2005, Vol. 131 No. 6, pp. 656–668.



all'intera durata del finanziamento. L'LLCR, in definitiva, misura quante volte il debito può essere ripagato dal cash flow netto disponibile durante la vita del prestito³³. Tale indicatore è quantificato calcolando il rapporto tra il valore attuale netto³⁴ del flusso di cassa disponibile (FCO) per il periodo intercorrente tra la data di calcolo e la data finale di rimborso del finanziamento il rapporto tra il valore attuale netto del flusso di cassa disponibile per il periodo intercorrente tra la data di calcolo e la data finale di rimborso del finanziamento, e la somma degli importi erogati e non rimborsati del finanziamento alla stessa data di calcolo (D), come rappresentate dall'equazione riportata di seguito:

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

Anche in questo caso, appare chiara la necessità che il valore dell'indicatore si attesti, durante ogni esercizio, su valori superiori all'unità³⁵.

- 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, 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.

La necessità di garantire l'adeguata sostenibilità finanziaria dell'iniziativa va temperata con l'esigenza degli sponsor di ottenere un'adeguata remunerazione del capitale. A tale proposito, le caratteristiche generalmente *non-recourse* (o *limited-recourse*) del debito, oltre allo sfruttamento del principio dell'isolamento dei flussi (*ring fence*) garantito dalla possibilità di gestire l'investimento attraverso un veicolo societario ad hoc, conducono ad un utilizzo abbastanza spinto della leva finanziaria, ricercando un rapporto debito/mezzi propri che, pur variando a seconda della struttura del progetto, raramente presenta un valore inferiore a 60/40³⁶.

La scelta della struttura finanziaria dell'operazione impatta sia sulla redditività degli azionisti che su quella di progetto, in quanto influenza il costo medio ponderato del capitale, vale a dire il tasso di sconto utilizzato per attualizzare i flussi di cassa generati dall'investimento (*infra*). Tale indicatore, per costruzione, esprime il costo opportunità sostenuto da tutti i fornitori di risorse finanziarie (capitale di rischio, credito, ecc.) a vario titolo coinvolti nell'investimento: poiché un'azienda, per sostenere gli

³³ Cfr. D. Grimsey, M.K. Lewis, "Evaluating the risks of public-private partnerships for infrastructure projects", *International Journal of Project Management*, 2005, Vol. 20 n. 2, pp. 107-118.

³⁴ Il tasso di sconto da utilizzare non è pari al costo medio ponderato del capitale (*infra*), ma al tasso di sconto pari al tasso di interesse di tale finanziamento, come suggerito sia dalla dottrina che dall'ANAC.

³⁵ Cfr. E.R. Yescombe, *Principles of project finance*, Academic Press, Amsterdam, Netherlands, 2005.

³⁶ Alcuni studi internazionali hanno dimostrato che, nonostante la variabilità riscontrata tra settori diversi, la media e la mediana del rapporto debito / capitalizzazione totale presentavano valori pari a circa il 70%. Cfr. M. Sorge "The nature of credit risk in project finance", *BIS Quarterly Review*, 2004, December.



esborsi connessi a un nuovo progetto, farà verosimilmente uso di un mix di fonti, il WACC si configura come 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 dell'azienda. Formalizzando tale concetto, il costo medio ponderato del capitale può essere espresso come segue:

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

Dove: E = ammontare di equity (capitale proprio)

D = ammontare di debito;

Ke = costo del capitale proprio;

Rd = costo del capitale di terzi;

t = *tax rate*.

In base alla formula sopra indicata, appare evidente come, fino a una certa soglia, un maggiore indebitamento porta a un aumento del valore della società di progetto in primo luogo in conseguenza del diverso costo delle fonti di finanziamento. Poiché i portatori di equity, configurandosi come *residual claimants*, scontano un più elevato livello di rischio, richiederanno anche un rendimento più elevato, generando un incremento complessivo del WACC. Inoltre, l'incidenza della componente fiscale, che abbatta il costo netto del debito, rappresenta un altro elemento a favore di un livello di indebitamento abbastanza spinto.

5.5. Equilibrio economico-finanziario e redditività: dottrina e prassi

L'elemento fondamentale in base al quale valutare un contratto di partenariato pubblico-privato può essere sicuramente rinvenuto nell'equilibrio economico-finanziario, che, oltre al succitato aspetto della sostenibilità finanziaria, deve avere riguardo anche della "presenza delle condizioni di convenienza economica [...]". Per convenienza economica si intende la capacità del progetto di creare valore nell'arco dell'efficacia del contratto e di generare un livello di redditività adeguato in relazione al capitale investito. Oltre agli indicatori di sostenibilità finanziaria sopra menzionati, di conseguenza, è necessario verificare anche altri parametri comunemente accettati dalla prassi e richiamati dalla stessa Autorità Anticorruzione, vale a dire:

- Valore attuale netto (VAN) di progetto: rappresenta la ricchezza incrementale generata dall'investimento, espressa come se fosse immediatamente disponibile nell'istante in cui viene effettuata la valutazione. Dal punto di vista analitico, è determinato come somma algebrica dei



flussi di cassa operativi attesi dalla realizzazione dell'intervento, scontati al tasso corrispondente al costo stimato del capitale investito³⁷:

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

dove r , vale a dire il tasso di attualizzazione, è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale, a meno che non si tratti di un'iniziativa realizzata attraverso una struttura finanziaria del tipo *full equity*³⁸. La dottrina aziendalistica e la prassi in tema di *capital budgeting* stabiliscono che un investimento è conveniente e perseguibile laddove il VAN presenti un valore positivo, che rappresenta l'incremento di valore generato dal progetto.

Tale parametro può essere considerato anche come un buon indicatore del rischio operativo, atteso che, secondo la succitata Direttiva 2014/23/UE, ai fini della sua valutazione, "dovrebbe essere preso in considerazione in maniera coerente ed uniforme il valore attuale netto dell'insieme degli investimenti, dei costi e dei ricavi del concessionario". Sulla base della struttura dell'indicatore, appare evidente come, oltre all'importo dei flussi di cassa, sono da tenere in considerazione altri elementi che distinguono il VAN da altri indicatori di tipo prevalentemente contabile, vale a dire la tempistica del cash flow (es.: annuale, infrannuale, ecc.), la durata³⁹ e il tasso di attualizzazione. Dal punto di vista finanziario, infatti, tali variabili sono estremamente significative, essendo necessario effettuare una valutazione relativa al c.d. *time value of money*: poiché il processo di attualizzazione consiste nel determinare il valore attuale di somme che saranno percepite in maniera più o meno dilazionata nel tempo, è evidente che l'importo finale sarà tanto maggiore quanto più ravvicinate sono le entrate finanziarie e quanto minore sarà il tasso di attualizzazione, che rappresenta dunque un fattore decisivo ai fini della valutazione dei progetti (*infra*).

- Tasso Interno di Rendimento (TIR) di Progetto, che indica, in termini percentuali, il tasso di rendimento dei flussi di cassa associati al Progetto. Dal punto di vista analitico, definito come il tasso di sconto al quale un investimento presenta un VAN pari a zero, in corrispondenza del quale, quindi, il risultato economico di un'operazione si annulla.

Dal punto di vista matematico, tale indicatore è calcolabile attraverso la risoluzione della seguente equazione:

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

³⁷ Più precisamente, il Valore Attuale Netto è una metodologia tramite cui si definisce il valore attuale di una serie attesa di flussi di cassa non solo sommandoli contabilmente ma attualizzandoli sulla base del tasso di rendimento.

³⁸ In questo caso, il tasso di attualizzazione sarà rappresentato dal costo del capitale proprio.

³⁹ Nel caso in cui sia necessario procedere ad una valutazione tra due tipologie di intervento aventi durata diversa, la tecnica del VAN andrà integrata attraverso il calcolo dell'*equivalent annuity cash flow* o utilizzando la metodologia del *common life multiple*, al fine di rendere gli investimenti tra loro effettivamente comparabili.



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

U_t = flussi di cassa in uscita al tempo t

In base alla formula sopra richiamata, giova sottolineare come, mentre il VAN è sensibile alle variazioni del tasso di attualizzazione utilizzato, il TIR risente solo dell'ammontare e della tempistica dei flussi di cassa⁴⁰. Il TIR può essere definito come reale o nominale in base ai cash flow utilizzati (a prezzi costanti o a prezzi correnti).

Rappresentando una misura relativa (un tasso), il TIR presenta il rilevante vantaggio di essere intuitivo e di facile interpretazione, una volta determinato il valore soglia da raggiungere. Ad ogni modo, appare certamente opportuno rappresentare altresì alcuni dei limiti più significativi che sconta questa tecnica, che spesso la rendono "per costruzione" inferiore al metodo del VAN: in primo luogo, alcuni investimenti potrebbero dare luogo a sequenze di flussi di cassa per cui non esiste alcun TIR (mentre il VAN, essendo una mera somma non presenta tale criticità), ovvero, in altre circostanze (quando i flussi di cassa presentano più di un cambiamento di segno), in presenza ovviamente di un solo importo relativo al valore attuale netto, il calcolo del TIR potrebbe generare più soluzioni diverse.

Per superare queste imperfezioni, alcuni studi internazionali hanno proposto una versione modificata del tasso interno di rendimento, il cui calcolo assume che i flussi di cassa siano reinvestiti al costo del capitale e non ad un tasso pari al TIR⁴¹.

- Valore attuale netto (VAN) degli azionisti: si tratta di un indicatore atto a verificare la redditività in capo ai soci della società di progetto, la cui costruzione si presenta simile a quella analizzata per il VAN di progetto, tenendo in considerazione, tuttavia, non il cash flow operativo, ma quello relativo ai portatori di capitale proprio. Sul punto, di recente, la Ragioneria Generale dello Stato ha suggerito di utilizzare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti⁴², e non quelli relativi alla distribuzione di dividendi, smentendo alcuni orientamenti precedenti⁴³. In questo caso, il tasso di attualizzazione sarà rappresentato solo dal costo del capitale di rischio e non dal WACC.
- Tasso interno di rendimento degli azionisti: anche in questo caso, concettualmente l'indicatore esprime le stesse informazioni di quello di progetto, indicando la redditività delle risorse investite dagli sponsor dell'iniziativa, utilizzando per la sua quantificazione gli stessi flussi di cassa sopra individuati per il calcolo del VAN degli azionisti.

⁴⁰ Il tasso di attualizzazione sarà utilizzato solo valore soglia, al di sotto del quale il TIR indicherà un investimento non redditizio.

⁴¹ Cfr. H. Kierulff, "MIRR: A better measure", *Business Horizons*, 2008, Vol. 51, No. 4, pp. 321-329.

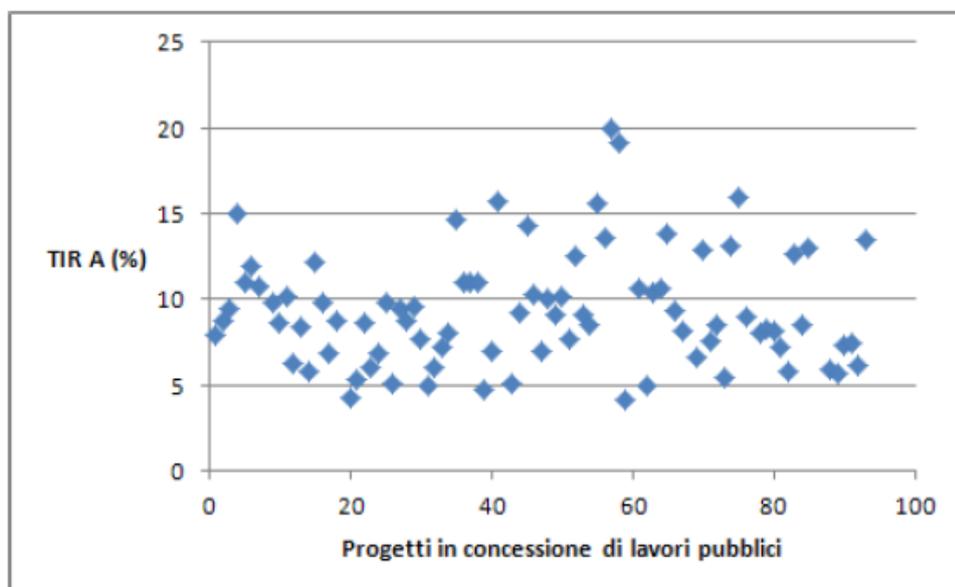
⁴² Ragioneria Generale dello Stato, "Partenariato Pubblico-Privato: una proposta per il rilancio. Guida alle pubbliche amministrazioni per la redazione di un contratto di concessione per la progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche in partenariato pubblico-privato".

⁴³ L'Unità Tecnica Finanza di Progetto, infatti, prediligeva l'ipotesi di prendere in considerazione, tra i flussi di cassa positivi, i dividendi e non il *free cash flow to equity*. Si veda, a tal proposito, "La valutazione della convenienza economico-finanziaria nella realizzazione e gestione degli investimenti pubblici con il ricorso alla finanza privata", UFTP, maggio 2002.



La media dei TIR azionisti nel campione delle procedure di PPP in precedenza menzionato è stata pari al **9,45%**: tale valore, dunque, sembra poter essere correttamente preso come *benchmark* di riferimento per il rendimento medio richiesto dagli azionisti in Italia nelle opere medio piccole in concessione di lavori pubblici. Inoltre, le operazioni che presentano con certezza un contributo in conto gestione evidenziano in media anche un rendimento dell'azionista minore, pari all'**8,96%**, confermando la correlazione rischio-rendimento, laddove le opere in cui l'Amministrazione è il principale acquirente dei servizi resi dall'infrastruttura presentano mediamente un rischio minore per l'investitore: in simili fattispecie, infatti, di norma il rischio di domanda non è interamente a carico del soggetto privato, ma anzi viene sopportato anche dalla parte pubblica.

Figura 4 - Valore del TIR azionisti di un campione di contratti di PPP



Fonte: "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", cit.

5.5.1. L'orientamento dell'ANAC, della RGS e giurisprudenza recente: profili di criticità e necessità di approfondimento

In relazione agli indicatori di redditività sopra menzionati, giova sottolineare come l'ANAC abbia stabilito che nelle operazioni di PPP l'equilibrio economico-finanziario è verificato nel momento in cui il VAN di progetto e degli azionisti è uguale a zero: ciò equivale a dire, rispettivamente, che il tasso interno di rendimento di progetto dovrà coincidere con il costo medio ponderato del capitale e il TIR degli azionisti dovrà essere uguale al costo dell'equity.

Una simile impostazione può trovare una *ratio* – certamente condivisibile – nella volontà di preservare le risorse pubbliche, di trovare il maggior *value for money* per la Pubblica Amministrazione e di evitare extra-profitti od operazioni speculative da parte dell'operatore privato. Tuttavia, la sua formulazione, così puntuale e circostanziata potrebbe risultare probabilmente troppo categorica, sia dal punto di



vista teorico in tema di *capital budgeting*, sia in relazione alle conseguenze pratiche e operative sulla fattibilità degli interventi. A tale proposito, infatti, giova sottolineare come la valutazione degli investimenti, ancorché misurati attraverso la quantificazione del valore attuale netto, dipenda da numerose variabili, che influenzano anche l'efficacia dello strumento in questione, soprattutto laddove sia necessario selezionare progetti tra loro alternativi. Una delle componenti principali da tenere in considerazione è rappresentata, ad esempio, dalla dimensione dei progetti, atteso che ovviamente, lo stesso importo del VAN ha un significato diverso in base all'investimento iniziale sostenuto (che diventa anche una *proxy* per il rischio). Alcuni studi, inoltre, riferendosi anche a elementi di *behavioural finance*, evidenziano dinamiche di *underinvestment* che contraddicono le teorie tradizionali di *capital budgeting*: in molti casi, quando l'importo da investire diventa considerevole, è possibile addirittura assistere al rifiuto nel perseguire progetti che pure presentano un VAN positivo⁴⁴. Di conseguenza, stabilire che investimenti alternativi tra loro, di dimensioni diverse, debbano presentare lo stesso valore attuale netto (vale a dire zero) rischierebbe di creare distorsioni in relazione alle iniziative di valore economico maggiormente rilevante⁴⁵.

In base a quanto considerato, costringere i concessionari, a prescindere dalla tipologia del progetto, ad annullare il valore attuale netto dell'iniziativa potrebbe comportare, verosimilmente, la rinuncia a investimenti potenzialmente positivi sia per l'operatore privato che per la collettività.

L'imposizione di un VAN pari a zero, dunque, rischia di non offrire sufficiente incentivo per l'intrapresa privata nell'ambito di una procedura di PPP, atteso che, generalmente, la dottrina maggioritaria a livello internazionale stabilisce di intraprendere un investimento se il VAN del progetto è positivo. Un orientamento più favorevole all'operatore privato è confermato anche da numerosi studi relativi al rendimento degli azionisti in operazioni di partenariato, in base ai quali "il valore attuale netto dell'equity deve essere positivo al fine di rendere il progetto finanziariamente attraente per il settore privato"⁴⁶. Tale orientamento pare essere confermato anche a livello comunitario, laddove è stato affermato che se un progetto presenta un valore attuale netto pari a zero "è irrilevante che l'investitore effettui l'investimento o lo effettui altrove"⁴⁷. Inoltre, la succitata Direttiva 2014/23/UE, pur menzionando il VAN come *proxy* per la misurazione del rischio operativo, non fornisce alcuna esplicita indicazione a supporto della tesi favorevole all'annullamento del valore attuale netto dell'investimento.

D'altro canto, anche la prassi nazionale, in molte occasioni, ha stabilito che il VAN "deve avere valore superiore allo zero", in quanto tale criterio "si basa sul principio secondo il quale un'iniziativa che

⁴⁴ Cfr. B.C. Easty, "Why Study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance", *European Financial Management*, 2004, Vol. 10, No. 2, pp. 213–224; R. Stulz, "Rethinking risk management", *Journal of Applied Corporate Finance*, 1996, Vol. 9, pp. 8–24.

⁴⁵ Tra l'altro, in alcune circostanze, per ovviare alle distorsioni che possono emergere nella valutazione di progetti di dimensione diverse, oltre che al tasso interno di rendimento, è possibile fare riferimento al *profitability index* (PI), che offre una misura della redditività dell'iniziativa in relazione all'investimento sostenuto (Valore attuale netto / valore attuale netto dell'investimento). Cfr. J.B. Berk, P.M. DeMarzo, *Corporate Finance (4th edition)*, Pearson Prentice Hall, Boston, 2014.

⁴⁶ Cfr. K. Feng et al., "Optimizing an Equity Capital Structure Model for Public-Private Partnership Projects Involved with Public Funds", *Journal of Construction Engineering and Management*, 2017, Vol. 143, No. 9.

⁴⁷ Decisione dell'autorità Di Vigilanza EFTA N. 3/17/COL del 18 gennaio 2017.



impegna il denaro merita di essere presa in considerazione solo se i benefici che ne possono derivare sono superiori alle risorse utilizzate⁴⁸.

Simili approcci, in realtà sembrano essere stati accolti anche dallo stesso Legislatore, laddove già all'art. 3, comma 1, lett. fff) del nuovo Codice stabilisce che l'equilibrio economico finanziario impone la presenza della convenienza economica, vale a dire "la capacità del progetto di creare valore nell'arco dell'efficacia del contratto": tale formulazione lascerebbe presagire addirittura un *favor* della norma verso i progetti in grado di generare un valore attuale netto positivo.

In relazione alla necessità di presentare un VAN pari a zero, oltre agli elementi fin qui analizzati, giova menzionare anche un recente orientamento della giurisprudenza amministrativa, che ha ribadito la centralità dell'indicatore in questione ai fini della valutazione della convenienza di un'operazione di project financing, in quanto consente di "calcolare il valore del beneficio netto atteso dall'iniziativa economica e la ricchezza incrementale generata dall'investimento". Il VAN, dunque, "affinché un progetto possa essere valutato favorevolmente, deve assumere un valore positivo, perché solo in tal caso l'iniziativa risulta in grado di produrre flussi monetari sufficienti a ripagare l'esborso iniziale ed a remunerare i capitali impiegati nell'operazione⁴⁹. La pronuncia in questione, successiva all'emanazione delle Linee Guida n. 9 ANAC, sembra almeno in parte attuire l'approccio restrittivo adottato dall'Autorità.

Per quanto riguarda l'equilibrio economico finanziario, soprattutto in relazione al tema della redditività, in base alle formule in precedenza sottolineate, imporre un VAN pari a zero equivale ad assumere un tasso interno di rendimento pari al costo del capitale (sia di progetto che dei portatori di equity). Anche tale assunto, diretta conseguenza dell'impostazione che prevede l'annullamento del valore attuale netto, è dibattuto sia dalla dottrina che dalla pratica internazionale, in base alle quali un progetto andrebbe intrapreso nel momento in cui il TIR sia superiore al valore del costo-opportunità utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa. Ancorché appaia evidente come il gap tra i due valori non debba esser troppo ampio per non garantire profitti eccessivi al concessionario, un totale allineamento rischierebbe di rivelarsi "una visione [...] che può disincentivare gli investimenti e, in ultima analisi, penalizzare i consumatori", ad esempio in relazione a settori soggetti a regolazione da parte di autorità terze⁵⁰. Tale approccio è in molti casi sostenuto a livello internazionale anche attraverso l'utilizzo, ad esempio, della tecnica dell'*hurdle rate*, in base alla quale si richiede non solo che un investimento presenti un VAN superiore allo zero, ma che sia sostanzialmente positivo: spesso, questa esigenza è tradotta nella necessità di ottenere un tasso interno di rendimento che ecceda il valore degli attuali tassi di un livello addizionale pari a circa il 3%⁵¹. Da quanto appena considerato, è possibile affermare che la richiesta *tout court* di un VAN pari a zero per tutte le operazioni di partenariato pubblico-privato potrebbe, potenzialmente, presentare "effetti collaterali" significativi,

⁴⁸ "Il partenariato pubblico – privato: normativa, implementazione metodologica e buone prassi nel mercato italiano" – Progetto EPAS, Marzo 2015, *cit.*

⁴⁹ TAR Lazio, sentenza n. 4374 del 19/04/2018.

⁵⁰ Cfr. World Bank, "Do Regulation and Institutional Design Matter for Infrastructure Sector Performance?", *Policy Research Working Paper*, 4378, Ottobre 2007.

⁵¹ Cfr. S.A. Ross, "Uses, abuses, and alternatives to the net-present-value rule", *Financial Management*, 1995, Vol. 24 No. 3, pp. 96 – 102.



primo fra tutto un disincentivo per gli operatori e un rallentamento delle iniziative di PPP, oltre a rendere più difficile per le Pubbliche Amministrazioni la valutazione tra due progetti alternativi tra loro. Probabilmente è necessario, dunque, trovare un equilibrio tra diverse esigenze. Da un lato, è evidente come la Direttiva, il nuovo Codice e le Linee Guida ANAC, con l'esplicito riferimento alla gestione dei rischi, trovino la propria *ratio* principale nella volontà di evitare, come spesso avvenuto in passato, di utilizzare in maniera surrettizia gli strumenti del partenariato, che in molti casi si sono rivelati come un mezzo per "mascherare" ordinarie procedure di appalto, nell'ambito delle quali l'alea connessa all'investimento era posta a carico dell'ente pubblico. Tra l'altro non può sottacersi che, soprattutto per procedure attivate ad impulso del privato (ad esempio finanza di progetto ex art. 183, comma 15, del Codice), il progetto eventualmente dichiarato di pubblico interesse sarà comunque sottoposto a una procedura ad evidenza pubblica, nell'ambito della quale, se l'operazione dovesse presentare profili di redditività molto appetibili o extra-profitti per il proponente, si verificherà certamente la partecipazione di più operatori che saranno disposti a effettuare offerte migliorative per l'ente pubblico: se il PEF posto a base di gara mostrasse un valore attuale netto già pari a zero rischierebbe, invece, di scoraggiare altri soggetti privati.

Sul punto, un approccio più flessibile e, probabilmente, maggiormente condivisibile, è stato adottato dalla Ragioneria Generale dello Stato, che in un recente documento utilizza un'espressione verosimilmente più adeguata, laddove afferma che nelle concessioni il valore attuale netto (di progetto e degli azionisti) "tende" a zero e, di conseguenza, il tasso interno di rendimento non coincide, bensì "tende" al costo del capitale (WACC o costo dell'*equity*): una simile formulazione consente di ipotizzare comunque un margine di flessibilità ed evidenza una prospettiva maggiormente concreta e realistica, anche in relazione alla effettiva elaborazione del piano economico-finanziario⁵².

I dubbi relativi all'approccio dell'Autorità Anticorruzione riguardano anche il perimetro applicativo degli orientamenti espressi, anche alla luce della normativa nazionale e comunitaria. Un primo elemento di ambiguità riguarda, ad esempio, il concetto di rischio operativo, fattore cardine del nuovo impianto normativo. Mentre la direttiva lo applica a tutte le concessioni, il D.Lgs. 50/2016, pur recependo tale approccio, lo estende in maniera indiretta a tutte le fattispecie di PPP che includono anche contratto di disponibilità, finanza di progetto, leasing e altri possibili schemi contrattuali. Ancorché l'espressione "rischio operativo" non sia contenuta all'art. 180, la stessa trova il suo riferimento nel succitato art. 3, comma 1, lett. zz), laddove è definito come "il rischio legato alla gestione dei lavori o dei servizi sul lato della domanda o sul lato dell'offerta o di entrambi, trasferito all'operatore economico nei casi di cui all'articolo 180". La delibera ANAC, invece, al punto 5.8, distingue PPP e concessioni, limitando a queste ultime il riferimento al rischio operativo. La relazione AIR alle Linee Guida, invece, evidenzia che anche in tema di PPP l'art. 180, comma 3, prevede chiaramente che i flussi ex post potranno divergere da quelli stimati ex ante, generando potenzialmente una perdita o un guadagno in capo all'operatore economico: di conseguenza, in base

⁵² Ragioneria Generale dello Stato, "Partenariato Pubblico-Privato: una proposta per il rilancio. Guida alle pubbliche amministrazioni per la redazione di un contratto di concessione per la progettazione, costruzione e gestione di opera pubbliche in partenariato pubblico-privato", Settembre 2018.



al predetto documento AIR, “le disposizioni normative dettate per il PPP, così interpretate, appaiono coerenti con la definizione di rischio operativo dettata per le concessioni”.

L’attribuzione del rischio in carico al soggetto privato deve essere comunque effettuata in maniera ragionevole e analizzando in maniera specifica i singoli interventi: in molti casi, infatti, come rilevato in sede comunitaria, “PPP non hanno impedito al partner pubblico di avere un ottimismo eccessivo in merito alla domanda e all’utilizzo futuri dell’infrastruttura pianificata”⁵³: un simile approccio rischia di essere dannoso per la tenuta a lungo termine delle operazioni, che dovranno essere oggetto di revisione o andranno a incrementare le statistiche relative alla mortalità delle iniziative di partenariato. Proprio tale aspetto, già in precedenza richiamato, deve essere analizzato in maniera approfondita, atteso che l’equilibrio economico-finanziario non riguarda solo la redditività del progetto ma anche la sua sostenibilità finanziaria. Sul tema, i dati DIPE inducono a una profonda e accorta riflessione: tra il 2008 e il 2014, su 13.047 gare per concessioni di servizi censite ne sono state aggiudicate solo 3.305, con un tasso di mortalità di circa il 75%. Le sole concessioni di lavori pubblici, d’altro canto, hanno fatto segnare, nello stesso periodo 3.353 bandi e 1.435 aggiudicazioni, con un tasso di mortalità superiore al 50%. Uno degli elementi di maggiore criticità è rappresentato proprio dalla “bancabilità” delle iniziative, che conduce a gare deserte o può portare a problemi di *default* o gap finanziario nel corso della concessione, con conseguenti richieste da parte del soggetto privato di sostegno o riequilibrio del PEF. Le difficoltà in questione nascono in larga parte da un’eccessiva esposizione del concessionario al rischio di domanda, laddove un livello “eccessivamente elevato a carico del soggetto privato rende estremamente difficoltoso e, in alcuni casi impossibile, reperire le risorse finanziarie di debito (finanziamento o *debt capital market*)”⁵⁴.

L’importanza del *closing* finanziario, oltre a rappresentare una chiara necessità in termini sostanziali, è stata evidenziata anche dal punto di vista normativo e confermata dalla giurisprudenza. L’art. 165, comma 5, ad esempio, impone che la stazione appaltante debba esplicitamente prevedere nel bando di gara “che il contratto di concessione stabilisca la risoluzione del rapporto in caso di mancata sottoscrizione del contratto di finanziamento, nonché di mancato collocamento delle obbligazioni emesse dalle società di progetto” entro un termine massimo pari a diciotto mesi. L’art. 183, comma 9, in tema di finanza di progetto, sancisce che le offerte presentate debbano “dare conto del preliminare coinvolgimento di uno o più istituti finanziatori nel progetto”, come confermato anche da recente giurisprudenza⁵⁵.

5.5.2. *La valutazione dei rischi nel piano economico-finanziario: analisi di sensitività e scenario*

Come sottolineato in precedenza, le Linee Guida dell’Autorità dedicano l’intera Parte I al tema della gestione dei rischi, raccomandando di assegnarne le diverse tipologie al soggetto che è in grado di gestirle e minimizzarle nella maniera più efficace ed efficiente. In base a quanto fin qui considerato,

⁵³ Corte dei Conti Europea, “Partenariati pubblico-privato nell’UE: carenze diffuse e benefici limitati”, Relazione 09/2018.

⁵⁴ Contributo ABI alla consultazione sulle Linee Guida ANAC, supportato anche da altri *stakeholders*.

⁵⁵ Sentenza Tar Veneto del 7 febbraio 2018, pubblicata il 7 marzo 2018.



tuttavia, appare chiaro come l'attenzione riservata dal Legislatore e dell'ANAC alla gestione del rischio non debba essere limitato solo agli aspetti amministrativi, ma vada esteso anche alle due componenti che costituiscono l'equilibrio economico finanziario.

In relazione agli indicatori di redditività, ad esempio, giova sottolineare come anche gli orientamenti comunitari indichino che, generalmente, le tecniche per definire il TIR o il VAN di un investimento "non conducono a un valore preciso che possa essere accettato, ma a una gamma di possibili valori (che dipendono dalle circostanze economiche, giuridiche e di altro tipo dell'operazione considerata dal metodo di valutazione). Se lo scopo della valutazione è esaminare se l'intervento dello Stato è in linea con le condizioni di mercato, di norma è opportuno prendere in considerazione la tendenza centrale dei valori, come la media o la mediana di una serie di operazioni comparabili"⁵⁶. I parametri di redditività, infatti, andrebbero valutati non già in un'ottica *stand alone*, ma dovrebbero essere combinati con una più approfondita analisi dei rischi, che tenga conto delle possibili oscillazioni delle variabili chiave che determinano l'equilibrio economico-finanziario. Si pensi a fattori di tipo operativo (es.: livelli di domanda per progetti a tariffazione sull'utenza esterna), amministrativo (es.: tempi autorizzativi), tecnico (es.: incremento dei costi di costruzione), o finanziario (es.: aumento inatteso dei tassi), che devono essere oggetto di valutazione definendo la sensibilità del VAN alle modifiche di ciascuna delle diverse *assumptions* e costruendo una vera e propria analisi di scenario. Un possibile output di tale analisi, nel caso in cui venga effettuata in relazione a due variabili, può essere la cosiddetta *matrice di sensitività*⁵⁷, grazie alla quale è possibile esaminare, ad esempio, i diversi valori assunti dal VAN quando i fattori presi in considerazione mutano rispetto alle assunzioni di base.

Nell'analisi di scenario si ipotizzano diversi contesti (generalmente almeno uno migliorativo e uno peggiorativo rispetto al *base case*)⁵⁸, aggiungendo nella valutazione anche le probabilità che ognuno degli scenari delineati si verifichi per valutare le variazioni subite dal VAN o dal TIR del progetto in seguito al cambiamento del valore di più variabili-chiave. In questi casi, quando nella valutazione di progetti di investimento si introducono elementi di incertezza, è possibile utilizzare anche una variante del VAN, vale a dire il VAN probabilistico, che si configura come una conseguenza concettuale e uno sviluppo degli strumenti appena analizzati, in quanto si basa sull'associazione di probabilità di accadimenti a diversi valori attesi nelle assunzioni di base. Associando le performance dell'investimento alle probabilità che esso generi un determinato output, sarà possibile determinare un VAN medio atteso, calcolabile come segue:

$$\text{VAN medio atteso (X)} = \sum_{i=1}^n \text{VAN}_i \times P_i$$

⁵⁶ Commissione Europea "Informazioni provenienti dalle istituzioni, dagli organi e dagli organismi dell'Unione Europea" - Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (2016/C - 262/01).

⁵⁷ M.C. Ehrhardt, J.R. Wachowicz, jr, "Capital budgeting and Initial Cash Outlay (ICO) Uncertainty", *Financial Decisions*, 2006, Vol. 18 No. 1, pp. 1 - 16.

⁵⁸ Generalmente si fa ricorso almeno a tre tipologie di scenari, ipotizzando oltre al *base case* anche un *worst case* e un *best case*, in cui le assunzioni di base vengono modificate in peggio o in meglio rispetto all'ipotesi di base.



L'utilizzo di tale indicatore appare coerente con la raccomandazione della Commissione Europea in precedenza richiamata, che suggerisce di calcolare non un valore puntuale ma di verificare i valori medi e mediani di una serie di valutazioni diverse. Lo strumento del VAN probabilistico, soprattutto in situazioni caratterizzate da incertezza elevata, può rappresentare un elemento di grande utilità in termini di *decision making* sia per l'operatore privato che per la stazione appaltante⁵⁹.

5.5.3. La scelta del costo opportunità del capitale

L'importanza di un'adeguata analisi di scenario si estrinseca anche nella determinazione di una delle variabili chiave per la valutazione del progetto attraverso la verifica del piano economico finanziario, vale a dire il tasso di attualizzazione utilizzato ai fini del calcolo del valore attuale netto. Il parametro in questione, richiamato anche dalle stesse Linee Guida dell'ANAC, deve garantire la "congrua remunerazione" del capitale investito e diventa probabilmente l'elemento chiave su cui basare il giudizio sul progetto, soprattutto nella componente legata al costo del capitale proprio. Atteso che, ad esempio nel calcolo del WACC, il costo del debito è verosimilmente identificabile in maniera abbastanza agevole, il fattore dirimente diventa il livello di remunerazione dell'equity che la stazione appaltante è disposta a concedere all'operatore privato, la cui congruità dovrebbe essere periodicamente verificata⁶⁰. Ragionando in termini di pura matematica finanziaria, la soluzione all'imposizione dell'annullamento del VAN, anche ai fini della bancabilità dei progetti, potrebbe essere il riconoscimento di un *equity risk premium* leggermente superiore ai valori di mercato, atteso che una procedura di PPP impone una serie di rischi e di problematiche maggiori rispetto a un progetto totalmente privato, ad esempio materia regolamentare, di potenziali ricorsi, e così via.

L'ANAC suggerisce di fare riferimento a specifici *benchmark* rilevati dal DIPE e dalle Autorità di regolazione. Una simile impostazione può essere certamente di aiuto in relazione a opere di valore rilevante o afferenti a settori regolati (es.: *utility*, grandi infrastrutture, ecc.), ma appare più difficilmente percorribile per operazioni di partenariato di importo ridotto, che rappresentano la maggior parte dei progetti dal punto di vista numerico. Inoltre, appare complicato stabilire un unico livello di remunerazione del capitale investito, congruo rispetto al rischio sostenuto, attesa la possibilità di strutturare le operazioni di PPP in maniera eterogenea e flessibile: forse sarebbe più opportuno stabilire un *range* di valori all'interno del quale il tasso individuato possa essere considerato congruo⁶¹. E' evidente, infatti, che anche nello stesso settore, godere o meno di un contributo pubblico incide in maniera sostanziale sulla gestione del progetto, così come, un'operazione in cui la Pubblica Amministrazione si configura come *main payer* sconta certamente un rischio inferiore rispetto all'ipotesi in cui i flussi di cassa provengano dalla tariffazione sull'utenza esterna e siano soggetti a un

⁵⁹ Tale valutazione, infatti, rappresenta uno degli elementi fondamentali del "PPP test", attraverso l'utilizzo del *Public Sector Comparator* e il calcolo del *Value for money* per l'ente pubblico. Così, sul Punto, Autorità di Vigilanza sui Contratti Pubblici 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", 2009.

⁶⁰ Si pensi, ad esempio, ai settori (come quello autostradale) in cui il piano economico-finanziario è suddiviso in periodi regolatori di durata inferiore all'intera estensione della concessione (si veda, *ex multis*, Delibera CIPE 3 marzo 2017 e 7 agosto 2017).

⁶¹ Cfr. S. Gray et al., "The Public Private Partnership Paradox" (February 10, 2010). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1582312> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1582312>.



rischio di domanda più elevato. Tale impostazione, in realtà, è stata già recepita in numerose operazioni, come dimostrano i dati oggetto di indagine in precedenza menzionati: le opere che prevedevano un contributo in conto gestione mostrano un TIR dei mezzi propri inferiore di circa 0,5% rispetto a quelle che operavano completamente in regime “di mercato”.

Una simile impostazione, che suggerisce l’attualizzazione di flussi di cassa diversi in termini di rischio attraverso l’utilizzo di tassi di sconto differenti, è già utilizzata in molte realtà, soprattutto del mondo anglosassone⁶².

Le considerazioni appena svolte spingono ad adottare un approccio tipologico, che valuti le operazioni caso per caso, avendo riguardo di tutte le variabili che possono incidere sui profili di redditività e sostenibilità finanziaria del progetto, tenendo in considerazione, tuttavia, un ulteriore aspetto che appare assolutamente non trascurabile: nel caso in cui un investimento dovesse presentare marginalità eccessive rispetto al livello di rischio sostenuto dal concessionario, le procedure a evidenza pubblica garantiscono in ogni caso un abbattimento di tale extra-redditività, in quanto altri operatori saranno interessati a partecipare e a tentare di aggiudicarsi l’iniziativa. In molti casi, l’atteggiamento del mercato e dei soggetti privati può essere il miglior indicatore rispetto all’appetibilità di un progetto. D’altro canto, soprattutto per i PPP a iniziativa privata (ad esempio ex art. 183, comma 15), mostrare un VAN pari a zero (spesso senza indicazioni puntuali rispetto alla determinazione del WACC e del costo del capitale proprio) rischia di restringere la platea dei potenziali partecipanti e limitare la possibilità di partecipazione a soggetti diversi dal promotore.

Da questo punto di vista, come detto, la versione delle Linee Guida posta in consultazione appare probabilmente più flessibile, atteso che non imponevano di annullare il valore attuale netto, ma suggerivano che lo stesso fosse “tendente” a zero, come ribadito di recente dalla Ragioneria Generale dello Stato (*supra*): una simile formulazione poteva apparire certamente più congrua, laddove sembrava interpretabile non tanto come un concetto strettamente finanziario, quanto come un’impostazione di tipo generale, in base alla quale si suggeriva di verificare al meglio che la redditività dell’operatore privato non fosse eccessiva, a discapito dell’interesse pubblico e che il rischio fosse allocato al meglio.

5.5.4. L’equilibrio economico finanziario e i contributi a carico della P.A.: opportunità e adeguata quantificazione

La grande flessibilità del PPP consente di strutturare una grande varietà di modalità di intervento e supporto da parte della componente pubblica, che può avvenire con diverse modalità. Il Codice, all’art. 165, comma 1, definisce espressamente la possibilità che la stazione appaltante, al fine di raggiungere l’equilibrio economico-finanziario, stabilisca “anche un prezzo consistente in un contributo pubblico ovvero nella cessione di beni immobili”, o ancora nel rilascio di garanzie o in “ulteriori meccanismi di finanziamento”. Tale impostazione è rimarcata in maniera praticamente identica all’art. 180, comma 6, laddove è specificato che gli eventuali immobili ceduti a titolo di prezzo sono solo quelli “che non

⁶² Cfr. Infrastructure Australia, “National Public Private Partnership Guidelines: Discount Rate Methodology Guidance”, 2008.



assolvono più a funzioni di interesse pubblico”. Recependo l’orientamento indicato dalla Direttiva Europea, il D.Lgs. 50/2016 introduce un vincolo specifico e puntuale, sancendo che “in ogni caso, l’eventuale riconoscimento del prezzo, sommato al valore di eventuali garanzie pubbliche o di ulteriori meccanismi di finanziamento a carico della pubblica amministrazione, non può essere superiore al quarantanove per cento del costo dell’investimento complessivo, comprensivo di eventuali oneri finanziari”. Una simile formulazione lascia supporre che il valore cui far riferimento non sia limitato solo all’importo dei lavori, bensì anche alle somme a disposizione che compongono il quadro economico del progetto, inclusi gli oneri finanziari capitalizzati.

Pur in presenza di tali indicazioni da parte del Legislatore, non va sottaciuto come sia probabilmente ancora necessario fornire ulteriori e più puntuali delucidazioni in merito ad alcuni aspetti che sono rimasti non analizzati in relazione ad ipotesi diverse rispetto alla corresponsione del prezzo in denaro, che si configura come un vero e proprio contributo in conto capitale. Si pensi, ad esempio, all’ipotesi di rilascio di garanzie da parte della stazione appaltante, o ancora all’intervento del soggetto pubblico sotto forma di equity, e alla necessità di elaborare un metodo condiviso per la quantificazione di tali forme di supporto ai fini del calcolo del limite del 49%⁶³.

Per quanto riguarda l’erogazione del contributo, la RGS, nel citato documento in corso di consultazione, suggerisce di procedere attraverso versamenti da effettuare sulla base di stati di avanzamento lavori (SAL), con la corresponsione del saldo solo a collaudo avvenuto. L’erogazione completa come acconto (senza tener conto dall’effettiva realizzazione dell’intervento), infatti, rischierebbe di compromettere lo status off-balance dell’opera, oltre a far venir meno l’interesse del concessionario al rispetto della più rapida tempistica di realizzazione dell’investimento. La corresponsione di un contributo in conto capitale, dunque, non può in nessun caso essere sconnessa dall’effettiva realizzazione dell’opera.

Ovviamente, la Pubblica Amministrazione, oltre ad agire nella fase di realizzazione dell’investimento, può fornire il proprio supporto anche nella fase successiva, attraverso contributi in conto gestione, tariffe ombra, canoni di disponibilità, e così via. Anche in relazione a questo aspetto, è necessario effettuare una valutazione puntuale, soprattutto riguardo all’allocazione dei rischi, al fine di evitare aggiramenti della norma o l’attribuzione di rischi eccessivi in capo alla Pubblica Amministrazione. Per quanto riguarda i contributi in conto gestione, non essendo compresi all’interno della soglia del 49% definita dal legislatore, gli elementi da tenere in considerazione dovranno essere, ancora una volta, gli indicatori di bancabilità e redditività, che potranno sì essere portati in equilibrio dall’intervento pubblico, ma che non dovranno presentare margini eccessivi che consentano di neutralizzare il rischio operativo in capo al soggetto privato.

⁶³ Tale valore, precedentemente quantificato nel 30%, è stato modificato ad opera del D.Lgs. 56/2017.



5.5.5. *Il monitoraggio della concessione e le ipotesi di revisione del piano economico-finanziario*

Come in precedenza accennato, la verifica della sussistenza delle condizioni di equilibrio economico-finanziario non deve essere effettuata solo in fase di proposta o di aggiudicazione, in quanto la stazione appaltante è tenuta a accertarne la permanenza periodicamente, per l'intera durata della concessione. Ai fini di una corretta esecuzione del contratto, è ovviamente necessario l'inserimento di adeguate clausole tese a tutelare entrambe le parti nel caso in cui dovessero emergere eventi destabilizzanti per l'equilibrio del PEF, che consentano altresì la corretta allocazione dei rischi (*supra*) e, in qualsiasi evenienza, la permanenza del rischio operativo in capo all'operatore economico.

Proprio allo scopo di poter effettuare un adeguato ed efficace monitoraggio sulla corretta esecuzione delle prestazioni stabilite e sulla redditività che l'investimento sta generando per il concessionario, in base a quanto indicato dall'ANAC, i contratti devono prevedere e disciplinare almeno le seguenti fattispecie:

1. il prezzo richiesto dal concessionario;
2. le modalità di corresponsione dell'eventuale prezzo;
3. canoni che l'operatore privato è tenuto a corrispondere all'amministrazione aggiudicatrice;
4. il canone che la stazione appaltante deve corrispondere per la disponibilità ottimale dell'opera e/o per la prestazione di servizi per i quali va indicato il livello quantitativo e qualitativo;
5. il meccanismo di variazione del canone commisurato alla ridotta o mancata disponibilità dell'opera e/o alla ridotta quantità e qualità dei servizi resi;
6. il flusso informativo relativo all'andamento della gestione dei lavori e dei servizi e dei dati utilizzati per la definizione dell'equilibrio economico-finanziario che l'operatore economico deve garantire all'amministrazione per l'esercizio del monitoraggio sui rischi, nonché le penali da applicare in caso di inadempimento di tale obbligo;
7. le modalità e i termini per la manutenzione e per la gestione dell'opera realizzata, nonché i poteri di controllo dell'amministrazione su tali attività;
8. le penali per le inadempienze dell'operatore economico, le ipotesi di risoluzione contrattuale, nonché le relative procedure, con indicazione delle voci da computare ai fini della quantificazione delle somme dovute all'una o all'altra parte, laddove non espressamente già previste dal codice dei contratti pubblici;
9. i criteri per la determinazione e l'adeguamento delle tariffe che il concessionario può applicare all'utenza per l'erogazione dei servizi;
10. le modalità, i termini e gli eventuali oneri relativi alla consegna dell'opera all'amministrazione aggiudicatrice al termine del contratto, oltre alla modalità di quantificazione dell'eventuale valore residuo nel caso in cui l'investimento non sia stato completamente ammortizzato (oltre alle modalità e alle tempistiche di pagamento di tale valore da parte del soggetto subentrante;
11. le cause e le modalità di revisione del piano economico-finanziario.



L'ultimo punto, in particolare, appare molto significativo, atteso che le operazioni di partenariato pubblico-privato, come in precedenza sottolineato, sono spesso caratterizzate da una durata abbastanza estesa, e possono registrare in maniera quasi fisiologica uno scostamento rispetto a quanto pianificato in fase di gara. A tale proposito, giova sottolineare come la possibilità di operare un riequilibrio del PEF sia espressamente prevista dal Codice, che disciplina una simile fattispecie agli artt. 165, comma 6 e 182, comma 3, laddove è stabilito che "il verificarsi di fatti non riconducibili all'operatore economico che incidono sull'equilibrio del piano economico finanziario può comportare la sua revisione da attuare mediante la rideterminazione delle condizioni di equilibrio. La revisione deve consentire la permanenza [...] delle condizioni di equilibrio economico finanziario relative al contratto", che sono verificate in base all'analisi dei summenzionati indicatori di redditività e sostenibilità finanziaria, il cui scostamento dai valori indicati in fase di gara deve essere comunque significativo e apprezzabile. La Ragioneria Generale dello Stato, ad esempio, nei documenti in precedenza menzionati, nell'ipotesi di *change in law*, suggerisce di introdurre come ulteriore condizione uno scostamento del TIR pari ad almeno 2 punti percentuali rispetto al valore indicato originariamente nel PEF.

Tali prescrizioni devono essere in ogni caso analizzate in maniera combinata rispetto al dettato dell'art. 175, che disciplina le ipotesi in cui le condizioni che regolano la concessione possono essere modificate senza la necessità di procedere ad una nuova procedura di aggiudicazione⁶⁴: la norma evidenzia ancora una volta come le possibilità di modifica debbano essere "espressamente previste nei documenti di gara iniziali in clausole chiare, precise e inequivocabili che fissino la portata, la natura delle eventuali modifiche, nonché le condizioni alle quali possono essere impiegate", stabilendo altresì che, in ogni caso, le modifiche in questione non possono alterare "la natura generale della concessione"⁶⁵, né prorogarne la durata.

Secondo gli orientamenti dell'ANAC, tra gli eventi non imputabili all'operatore economico che danno diritto a una revisione del PEF rientrano le cause di forza maggiore che rendono oggettivamente impossibile o eccessivamente oneroso l'erogazione delle prestazioni stabilite contrattualmente, e che devono essere definite all'interno della convenzione⁶⁶. È possibile indicare, in via esemplificativa, una serie di casi di forza maggiore, alcuni dei quali menzionati espressamente anche dalla stessa Autorità Anticorruzione:

⁶⁴ La norma in questione recepisce in maniera quasi pedissequa il dettato dell'art. 43 della succitata Direttiva Concessioni.

⁶⁵ In base al Considerando 75 della Direttiva, "ciò si verifica, in particolare, quando le condizioni modificate avrebbero inciso sull'esito della procedura nel caso in cui fossero state parte della procedura sin dall'inizio".

⁶⁶ Per ciò che concerne le procedure di riequilibrio, vale la pena sottolineare, una rilevante modifica intervenuta nella nuova norma: mentre l'art. 143, comma 8, disciplinava anche l'ipotesi in cui le variazioni apportate o le nuove condizioni introdotte rispetto a quelle iniziali dovessero risultare più favorevoli per il concessionario, disponendo la revisione del piano a favore del concedente, il D.Lgs. 50/2016 nulla rileva in merito. Gli artt. 165 e 182, infatti, si limitano a prendere in considerazione la sola eventualità di modifiche svantaggiose per l'operatore economico, che diano luogo a un riequilibrio in suo favore, senza disciplinare fattispecie che possano determinare condizioni più favorevoli per l'operatore privato, a seguito delle quali dovrebbe essere prevista una revisione del PEF a vantaggio della Pubblica Amministrazione.

Pur nel silenzio della norma, tuttavia, al fine di interpretare al meglio il principio di corretta gestione ed effettiva ripartizione dei rischi, appare opportuno prevedere, all'interno dei contratti di concessione, clausole di riequilibrio che agiscano in maniera biunivoca (definendo, di conseguenza, sia meccanismi di *risk sharing* che di *benefit sharing*), in mancanza delle quali si rischierebbe di non poter fare ricorso a strumenti di partenariato pubblico-privato a causa un'errata allocazione dei rischi.



1. scioperi, fatta eccezione per quelli che riguardano l'amministrazione o l'operatore economico, ovvero l'affidatario di lavori o servizi oggetto del contratto di PPP;
2. guerre, sommosse o azioni terroristiche;
3. sabotaggi e atti vandalici;
4. fenomeni naturali avversi di particolare gravità ed eccezionalità;
5. indisponibilità di alimentazione elettrica, gas o acqua per cause non imputabili all'amministrazione o all'operatore economico;
6. impossibilità, imprevista e imprevedibile, per fatto del terzo, di accedere a materie prime e/o servizi necessari alla realizzazione dell'intervento;
7. *change in law* (o *ius superveniens*) vale a dire modifiche di tipo normativo o regolamentare non prevedibili contrattualmente che determinano maggiori oneri per il concessionario;
8. aumento generalizzato dei tassi di interesse praticati dalle banche dovuto a crisi sistemiche;
9. insolvenza dei soggetti che dovrebbero versare i corrispettivi relativi alle prestazioni erogate.

Si potrà procedere a una revisione del PEF, che consenta di riportarne in equilibrio i principali indicatori economico-finanziari, dunque, solo nel caso in cui uno degli eventi in questione si verifichi: di conseguenza, non appare opportuno prevedere il riequilibrio nel caso in cui, ad esempio, avvenga una mera contrazione della domanda nei casi di servizi a tariffazione esterna, laddove non sia dovuto a cause di forza maggiore o a "fatti non riconducibili all'operatore economico".

In passato non sempre simili indicazioni sono state seguite, atteso che in diverse circostanze, anche in settori regolamentati⁶⁷, si è assistito all'elaborazione di convenzioni in base alle quali il concessionario poteva godere di un livello di rendimento praticamente garantito, in quanto eventuali riduzioni dei volumi di vendita erano compensati da un adeguamento delle tariffe praticate all'utenza, in tal mondo sterilizzando il rischio a carico dell'operatore economico.

In base a quanto fin qui analizzato, invece, attualmente è necessario tenere in considerazione come le stesse norme sopra citate, pur consentendo la modifica del piano stabiliscano che "la revisione deve consentire la permanenza dei rischi trasferiti in capo all'operatore economico". Tale previsione è coerente con la ratio della Direttiva 2014/23/UE, che a più riprese evidenzia come l'utilizzo dello schema concessorio "implica sempre il trasferimento al concessionario di un rischio operativo di natura economica", come confermato anche dall'art. 3, comma 1, lett. zz) del Codice, laddove – come in precedenza sottolineato – si evidenzia che la corretta allocazione dei rischi "deve comportare una reale esposizione alle fluttuazioni del mercato tale per cui ogni potenziale perdita stimata subita dal concessionario non sia puramente nominale o trascurabile". Anche la Ragioneria Generale dello Stato, coerentemente con le norme analizzate, evidenzia come le eventuali modifiche contrattuali "non possono in ogni caso determinare una maggiore redditività per il Concessionario, né alterare l'allocazione dei rischi".

In definitiva, i riferimenti normativi analizzati (nazionali ed europei), unitamente alle indicazioni dell'ANAC e della RGS, sanciscono in maniera chiara e netta la necessità di evitare che, attraverso le

⁶⁷ Ad esempio, reti, autostrade, e così via.



clausole di riequilibrio inserite nel contratto, un'operazione di PPP si trasformi una procedura diversa, che si allontani dallo schema concessorio e si avvicini al modello dell'appalto, in cui l'operatore non sostiene rischio di domanda o di disponibilità.

6. Conclusioni

Gli interventi dell'Autorità Anticorruzione e della Ragioneria Generale dello Stato oggetto di analisi nel presente documento rappresentano certamente elementi di grande rilevanza ai fini di una maggiore organicità e sistematicità della disciplina del partenariato pubblico-privato, che contribuiscono a creare un "ecosistema" favorevole alla diffusione del PPP.

Lo sforzo profuso dall'ANAC e dalla RGS nella direzione di un quadro normativo e regolamentare chiaro e ben definito è certamente meritorio e produrrà effetti positivi. Come in precedenza sottolineato, tuttavia, permangono alcune perplessità in relazione ad alcuni aspetti, dalla nozione e applicazione del concetto di rischio operativo all'indicazione relativa al valore attuale netto degli investimenti, che in taluni casi potrebbe risultare penalizzante per il buon esito delle procedure, soprattutto in relazione alle criticità connesse al *closing* finanziario a sostegno del progetto.

Da questo punto di vista, oltre che valutare in maniera positiva la posizione più flessibile adottata dalla Ragioneria Generale dello Stato rispetto all'Autorità Anticorruzione, occorre rilevare come la stessa Relazione Air alla Delibera ANAC evidenzi che "l'intera Parte I delle Linee Guida contiene osservazioni giuridiche e indicazioni di natura preminentemente interpretativa, che non introducono obblighi o oneri amministrativi e non si rilevano elementi di tipo quantitativo da analizzare nella valutazione di impatto di tale intervento regolatorio". Probabilmente è corretto intendere in questo senso le indicazioni dell'Autorità, interpretandole come l'approccio da adottare in termini concettuali e di prospettiva di azione, vale a dire un *framework* generale definito a difesa dell'interesse e delle risorse pubbliche, piuttosto che come una prescrizione puntuale di tipo tecnico e metodologico.

Proprio l'impostazione generale e la *ratio* suggerite dall'ANAC rappresentano gli elementi di maggiore rilevanza su cui focalizzarsi e sui quali, al di là della *technicality*, è opportuno trovare ampia convergenza al fine di basare la costruzione di qualsiasi operazione di partenariato, in modo da giungere a un'ottimale allocazione dei rischi, tutelando le risorse pubbliche, evitando speculazioni da parte di operatori privati e massimizzando il *value for money* per la Pubblica Amministrazione per tutta la durata della concessione, anche attraverso una opportuna e costante attività di monitoraggio. Nell'ambito di un *framework* così delineato, all'interno del documento è stato rimarcato come, attesa l'eterogeneità delle procedure e degli strumenti di PPP, emerga comunque la necessità di adottare un approccio tipologico nella valutazione dei singoli progetti, tenendo conto dei bisogni del contesto sociale di riferimento, delle istanze della P.A., delle esigenze di redditività e bancabilità del concessionario, nonché dei profili di rischio dell'investimento.

Le considerazioni appena svolte confermano l'importanza cruciale del piano economico-finanziario nell'ambito delle iniziative di partenariato pubblico-privato: tale elaborato, infatti, non solo è "volto a dimostrare la concreta capacità del concorrente di correttamente eseguire la prestazione per l'intero



arco temporale prescelto attraverso la responsabile prospettazione di un equilibrio economico-finanziario di investimenti e connessa gestione, nonché il rendimento per l'intero periodo", ma consente altresì "all'amministrazione di apprezzare la congruenza e dunque l'affidabilità della sintesi finanziaria contenuta nell'offerta in senso stretto: sicché un vizio intrinseco del PEF [...] si riflette fatalmente sulla qualità dell'offerta medesima e la inficia"⁶⁸. Ciò significa che la predisposizione dell'offerta e del relativo piano economico-finanziario deve essere necessariamente supportata da un soggetto, come il commercialista, esperto in materia di *capital budgeting*, valutazione dei progetti di investimento, analisi e pianificazione finanziaria, oltre che di gestione dei rischi, la cui allocazione, come in precedenza sottolineato, rappresenta uno degli elementi di maggiore significatività nell'ambito delle operazioni di partenariato pubblico-privato.

Simili verifiche dovranno essere effettuate anche da parte delle stazioni appaltanti le quali, a tale scopo, dovranno dotarsi delle competenze (soprattutto in ambito economico-finanziario e in tema di *risk management*) necessarie a gestire al meglio le procedure di PPP, caratterizzate da un elevato grado di complessità: in molti casi, infatti, è proprio la carenza di qualità tecnico-progettuale da parte delle stazioni appaltanti a determinare il fallimento delle iniziative di PPP⁶⁹.

A tale proposito, è evidente che, laddove gli enti non dispongano al proprio interno delle competenze necessarie, dovranno opportunamente ricorrere a soggetti esterni, primi fra tutti i commercialisti, che possono garantire elevati standard qualitativi oltre che il rispetto di stringenti norme di deontologia professionale, correttezza e trasparenza.

Solo facendo ricorso alle giuste competenze, in definitiva, sarà possibile trovare il giusto equilibrio tra le istanze delle Pubbliche Amministrazioni e le esigenze degli operatori privati, al fine di ridurre i tassi di mortalità dei progetti, consentire una più efficace diffusione degli strumenti di PPP e ottenere un corretto monitoraggio delle operazioni, che in alcune circostanze non sono adeguatamente e costantemente verificate nel corso del tempo, dando luogo a casi di squilibrio (molto spesso ai danni della P.A.), contenziosi e disservizi, e conducendo a una non ottimale gestione delle risorse e dei servizi pubblici.

⁶⁸ Consiglio di Stato, Sez. V, Sentenza n. 2214 del 13/4/2018.

⁶⁹ A fronte di circa 33.164 procedure di PPP rilevate e archiviate dall'Osservatorio nazionale del PPP, tra il 2002 e il 2016, i "procedimenti interrotti", ovvero i bandi annullati e le gare deserte o non aggiudicate per irregolarità, riguardano 4.429 procedure, pari al 13%, con dei picchi superiori al 30% nel caso dei bandi con un valore unitario oltre i 15 milioni di euro. I procedimenti interrotti hanno un valore di 48 miliardi di euro, il 35% degli importi dei procedimenti attivati. Cfr. Senato della Repubblica, Ufficio Valutazione Impatto, *cit.*