



Consiglio Nazionale  
dei Dottori Commercialisti  
e degli Esperti Contabili

Fondazione  
Nazionale dei  
Commercialisti

RICERCA

DOCUMENTO DI RICERCA

# LINEE GUIDA PER LA REDAZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO NELLE PROCEDURE DI PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO: AGGIORNAMENTI IN BASE AL NUOVO CODICE E ALLA PRASSI RECENTE

---

Roberto De Luca

Nicola Lucido

AREE DI DELEGA CNDCEC

Finanza Aziendale

CONSIGLIERE DELEGATO

Antonio Repaci

27 DICEMBRE 2023



## Sommario

PRESENTAZIONE	2
PREMESSA	3
1. IL PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO ALLA LUCE DEL NUOVO CODICE DEI CONTRATTI PUBBLICI	4
2. L'ALLOCAZIONE DEI RISCHI NELLE OPERAZIONI DI PPP	6
2.1. L'analisi di convenienza del PPP	11
3. IL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO NEL PPP ALLA LUCE DELLE NUOVE INDICAZIONI ANAC-MEF-RGS E DELLA GIURISPRUDENZA RECENTE	13
3.1. Il valore della concessione	14
3.2. Risultati economici, previsioni patrimoniali e flussi di cassa	16
3.3. Ammortamento delle opere e valore residuo	20
3.4. Struttura finanziaria e sostenibilità del debito	22
3.5. Struttura finanziaria e costo del capitale	25
3.6. Equilibrio economico-finanziario e redditività: dottrina e prassi	27
3.6.1. L'orientamento dell'ANAC, della RGS e giurisprudenza recente: profili di criticità e necessità di approfondimento	31
3.6.2. La valutazione dei rischi nel piano economico-finanziario: analisi di sensitività e scenario	34
3.6.3. Il trattamento dell'inflazione	36
3.6.4. L'equilibrio economico finanziario e i contributi a carico della P.A.: opportunità e adeguata quantificazione	36
4. IL MONITORAGGIO DELLA CONCESSIONE E LE IPOTESI DI REVISIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO	38
4.1. Temi e criticità attuali per il riequilibrio dei piani economico-finanziari tra Covid, crisi energetica e inflazione	41
4.2. Il partenariato per l'attuazione del PNRR	42
5. UN MODELLO DI RIFERIMENTO	43
6. CONCLUSIONI	44



---

## Presentazione

Il presente documento approfondisce la tematica dell'elaborazione del piano economico-finanziario nell'ambito delle procedure di partenariato pubblico-privato e rappresenta un aggiornamento delle linee guida pubblicate nel 2019 dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e dalla Fondazione Nazionale Commercialisti, che si è reso necessario soprattutto in seguito all'entrata in vigore del nuovo Codice dei Contratti Pubblici.

L'elaborato, inoltre, fa riferimento a recenti provvedimenti emanati dagli *standard setter* di riferimento (principalmente ANAC, MEF e Ragioneria Generale dello Stato), oltre che ad alcune significative pronunce giurisprudenziali che hanno affrontato gli argomenti in oggetto, valutando anche argomenti molto specifici che necessitano di spiccate competenze tecniche: dalla gestione dei rischi al costo del capitale, dalla redditività alla sostenibilità finanziaria, ai fini di un adeguato utilizzo del PPP è necessario l'intervento di figure altamente specializzate che riescano a gestire al meglio gli investimenti in oggetto, trovando il giusto equilibrio tra le esigenze dei diversi attori in campo.

Sul tema, giova altresì sottolineare come gli strumenti del partenariato pubblico-privato possano rappresentare un *driver* significativo per favorire e sostenere la realizzazione degli interventi previsti dal PNRR, generando benefici per l'intero sistema economico del Paese.

Per tale motivo, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e la Fondazione Nazionale di Ricerca dei Commercialisti hanno inteso fornire un'esaustiva analisi delle questioni sottese al fine di offrire indicazioni a un'ampia platea di enti locali e imprese che utilizzano o intendono utilizzare le procedure di partenariato e hanno necessità di gestirle e monitorarle al meglio.



---

## Premessa

Come evidenziato anche nella precedente edizione delle presenti Linee Guida, 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 di vincoli di finanza pubblica sempre più stringenti e della delicata situazione economico-finanziaria di molti enti. Anche eventi esogeni e condizioni macroeconomiche recenti (pandemia, rialzo dei costi energetici, ecc.), 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 da numerosi interventi del legislatore volti a supportarne l’utilizzo e, soprattutto, dalle previsioni del nuovo Codice dei contratti pubblici, che dedica un’intera sezione al partenariato, con l’intento di favorirne la diffusione. Tali azioni normative hanno favorito una significativa espansione del PPP, la cui incidenza sul totale delle opere pubbliche in Italia è cresciuta costantemente negli anni, anche grazie alla possibilità del suo utilizzo in diversi settori (dall’impiantistica sportiva alla sanità, dalla sosta alla rigenerazione urbana, dall’efficientamento energetico alla gestione dei tributi e così via). Sempre in tema di finanza pubblica, giova altresì sottolineare che le operazioni di partenariato, se correttamente strutturate, consentono di mantenere i relativi investimenti al di fuori del bilancio della P.A. (*off-balance*), non gravando, in tal modo su deficit e debito pubblico.

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, a taluni 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 incisivi, soprattutto su aspetti di stretto interesse per i Commercialisti, quali sono 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, evidenziandone al contempo, alcune criticità, al fine di rendere più agevole il ricorso al PPP. Sfruttando al meglio tutto il suo potenziale, sarà possibile creare nuove opportunità di investimento per le imprese e le Pubbliche Amministrazioni, che potranno essere



agevolate anche nell'attuazione degli interventi previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza ("PNRR").

## 1. Il partenariato pubblico-privato alla luce del nuovo Codice dei contratti pubblici

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 concessioni<sup>1</sup>. 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".

In ambito internazionale, nel tempo sono state sviluppate diverse definizioni di PPP, come evidenziato nella tabella seguente.

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.

<sup>1</sup> 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.



Manuale su deficit e debito pubblico	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. 36/2023 (Codice contratti pubblici - art. 174, comma 1)	<p>Il partenariato pubblico-privato è un'operazione economica in cui ricorrono congiuntamente le seguenti caratteristiche:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>tra un ente concedente e uno o più operatori economici privati è instaurato un rapporto contrattuale di lungo periodo per raggiungere un risultato di interesse pubblico;</li> <li>la copertura dei fabbisogni finanziari connessi alla realizzazione del progetto proviene in misura significativa da risorse reperite dalla parte privata, anche in ragione del rischio operativo assunto dalla medesima;</li> <li>alla parte privata spetta il compito di realizzare e gestire il progetto, mentre alla parte pubblica quello di definire gli obiettivi e di verificarne l'attuazione;</li> <li>il rischio operativo connesso alla realizzazione dei lavori o alla gestione dei servizi è allocato in capo al soggetto privato.</li> </ol>

La normativa interna ha conosciuto numerose modifiche, fino ad arrivare all'emanazione del recente d.lgs. 36/2023<sup>2</sup> (di seguito anche Codice), che ha recepito gli orientamenti comunitari già presenti nella norma previgente in relazione ai contratti di partenariato, offrendo tuttavia una migliore sistematizzazione e una più chiara identificazione rispetto all'impostazione precedente.

Il nuovo Codice in proposito, intende attuare i principi e criteri stabiliti dalla Legge Delega<sup>3</sup> e, in particolare, di quello di cui all'art. 1, comma 2, lett. aa), vale a dire *"razionalizzazione, semplificazione, anche mediante la previsione di contratti-tipo e di bandi-tipo, ed estensione delle forme di partenariato pubblico-privato, con particolare riguardo alle concessioni di servizi, alla finanza di progetto e alla locazione finanziaria di opere pubbliche o di pubblica utilità, anche al fine di rendere tali procedure effettivamente attrattive per gli investitori professionali, oltre che per gli operatori del mercato delle opere pubbliche e dell'erogazione dei servizi resi in concessione, garantendo la trasparenza e la pubblicità degli atti"*.

Sul punto, la Relazione Illustrativa al Codice evidenzia che *"la scarsa incidenza del PPP sul totale degli investimenti pubblici totali va individuata nella frammentazione e scarsa specializzazione delle amministrazioni aggiudicatrici, nella insufficiente pressione concorrenziale, nella complessità e scarsa flessibilità delle procedure di aggiudicazione contrattuale, nell'instabilità del quadro normativo e nella incertezza legata alla ripartizione dei rischi tra il partner privato ed il soggetto pubblico"*. Inoltre, poiché *"le politiche di bilancio hanno poi incentivato un uso distorto dei PPP, trasformandoli talvolta in strumento per ovviare surrettiziamente alle misure restrittive della finanza pubblica"*, uno dei principali obiettivi della nuova norma è quello di *"rendere il PPP più attrattivo per amministrazioni, operatori economici ed investitori istituzionali"*.

<sup>2</sup> Codice dei contratti pubblici in attuazione dell'articolo 1 della legge 21 giugno 2022, n. 78, recante delega al Governo in materia di contratti pubblici.

<sup>3</sup> Legge 21 giugno 2022, n. 78, "Delega al Governo in materia di contratti pubblici".



Tale fine è stato perseguito agendo su diversi elementi:

- 1) certezza del diritto, grazie alla definizione di un quadro più chiaro in merito all’allocazione dei rischi;
- 2) competenze e specializzazione delle stazioni appaltanti, a cui è stata data la possibilità di avvalersi di un organismo consultivo;
- 3) maggiore flessibilità e semplificazione delle procedure, anche attraverso le opportunità offerte dalla digitalizzazione);
- 4) riduzione del c.d. “rischio regolatorio”;
- 5) maggiore attenzione rispetto alla fase di esecuzione e gestione delle procedure di PPP.

In base a tali considerazioni, il nuovo Codice dedica un intero Libro – il IV – proprio al Partenariato Pubblico Privato e alle Concessioni.

La nozione di partenariato non trova più collocazione nelle definizioni, ma nell’art. 174, che al comma 1, definisce il PPP come un’operazione caratterizzata dal ricorrere delle caratteristiche richiamate alla tabella 1.

L’art. 174, comma 3, specifica che il partenariato pubblico-privato di tipo contrattuale comprende le figure della concessione, della locazione finanziaria e del contratto di disponibilità, *“nonché gli altri contratti stipulati dalla pubblica amministrazione con operatori economici privati che abbiano i contenuti di cui al comma 1 e siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela”*.

---

## 2. L’allocazione 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 dalla 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. Nello specifico, all’art. 174, comma 1, lett. d), il Codice stabilisce che nelle operazioni di PPP *“il rischio operativo connesso alla realizzazione dei lavori o alla gestione dei servizi è allocato in capo al soggetto privato”*<sup>4</sup>. All’art. 175, comma 2, il legislatore specifica che il ricorso al partenariato è preceduto da una valutazione preliminare di convenienza e fattibilità che si focalizza, tra altri aspetti, *“sulla efficiente allocazione del rischio operativo”*. La definizione di tale elemento è fornita dall’art. 177, laddove, nell’ambito delle concessioni, si stabilisce la necessità del *“trasferimento al concessionario di un rischio operativo legato alla realizzazione dei lavori o alla gestione dei servizi e comprende un rischio dal lato della domanda dal lato dell’offerta o da entrambi. Per rischio dal lato della domanda si intende*

---

<sup>4</sup> Di conseguenza, nel prosieguo del documento, quando si parla di “rischi”, si fa riferimento al rischio operativo e alle sue componenti.



*il rischio associato alla domanda effettiva di lavori o servizi che sono oggetto del contratto. Per rischio dal lato dell'offerta si intende il rischio associato all'offerta dei lavori o servizi che sono oggetto del contratto, in particolare il rischio che la fornitura di servizi non corrisponda al livello qualitativo e quantitativo dedotto in contratto".*

La tripartizione dei rischi che veniva menzionata nel precedente Codice (rischio di costruzione, domanda e disponibilità)<sup>5</sup>, dunque, è praticamente assorbita all'interno del concetto di rischio operativo. In termini, l'art. 177, comma 2, chiarisce che il rischio operativo può essere considerato come allocato in capo all'operatore economico quando *"in condizioni operative normali, non sia garantito il recupero degli investimenti effettuati o dei costi sostenuti per la gestione dei lavori o dei servizi oggetto della concessione. La parte del rischio trasferita al concessionario deve comportare una effettiva esposizione alle fluttuazioni del mercato tale per cui ogni potenziale perdita stimata subita dal concessionario non sia puramente nominale o trascurabile. Ai fini della valutazione del rischio operativo deve essere preso in considerazione il valore attuale netto dell'insieme degli investimenti, dei costi e dei ricavi del concessionario"*.

A ben vedere, il riferimento al rischio operativo è stato 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"*.

Per ciò che concerne il rischio dal lato della domanda, lo stesso è definito all'art. 177, comma 1, come rischio associato alla domanda effettiva di lavori o servizi oggetto del contratto. Per identificare questa fattispecie, il successivo comma 4 fa riferimento all'ipotesi in cui l'ente concedente non preveda la corresponsione di alcun corrispettivo in denaro a titolo di prezzo, cosicché il recupero degli investimenti effettuati e dei costi sostenuti dal concessionario dipende esclusivamente dalla domanda dei beni o dei servizi offerti. Tale rischio può essere considerato allocato all'operatore economico nel caso in cui l'amministrazione non si obblighi ad assicurargli determinati livelli di corrispettivo indipendentemente dall'effettivo livello di domanda espresso dagli utenti finali, in modo tale che le variazioni di domanda abbiano un'influenza marginale sui profitti dell'operatore economico. Al fine di garantire l'effettivo trasferimento di tale rischio, dunque, è necessario prestare particolare attenzione alla stima della domanda e alla determinazione dei correlati livelli di corrispettivi in modo che il PEF rifletta la reale esposizione dell'operatore economico alle fluttuazioni della domanda. Tale fattispecie, ad esempio, non si verifica quando negli atti di programmazione o nel piano economico e finanziario la domanda finale è sottostimata in misura tale da non consentire il verificarsi della concreta possibilità per l'operatore economico di incorrere in perdite legate alla diminuzione della domanda.

Con "rischio dal lato dell'offerta", d'altro canto, si intende l'alea connessa all'offerta dei lavori o servizi che sono oggetto del contratto, in particolare il rischio che la fornitura di servizi non corrisponda al

---

<sup>5</sup> Art. 3, comma 1, lett. aaa), bbb) e ccc).



livello qualitativo e quantitativo dedotto in contratto. Esso può essere equiparato, a grandi linee, al rischio di disponibilità citato all'interno della previgente normativa. L'art. 177, comma 4, stabilisce che nelle operazioni economiche comprendenti solo tale rischio, *“il contratto prevede che il corrispettivo venga erogato solo a fronte della disponibilità dell'opera, nonché un sistema di penali che riduca proporzionalmente o annulli il corrispettivo dovuto all'operatore economico nei periodi di ridotta o mancata disponibilità dell'opera, di ridotta o mancata prestazione dei servizi, oppure in caso di mancato raggiungimento dei livelli qualitativi e quantitativi della prestazione assunta dal concessionario. Le variazioni del corrispettivo devono, in ogni caso, essere in grado di incidere significativamente sul valore attuale netto dell'insieme dell'investimento, dei costi e dei ricavi”*. Ai fini della *compliance* rispetto a tale previsione, dunque, è opportuno rendere il canone strettamente correlato al volume e alla qualità delle prestazioni erogate. A tal fine, anche le Linee Guida ANAC 2023 evidenziano che le amministrazioni sono tenute a prestare particolare attenzione e cura nella redazione delle clausole contrattuali, affinché le stesse siano formulate in modo da assicurare il raggiungimento dei predetti obiettivi. In particolare, il trasferimento dei rischi al privato impone la presenza di adeguate previsioni contrattuali in tema di *Service Level Agreement* (SLA) e di penali basate su criteri di valutazione oggettivi e certi, mediante l'elaborazione preventiva di *Key performance indicators* (KPI) determinati in relazione ai contenuti e alle caratteristiche dello specifico contratto o monitorati dalla regolazione di settore, con previsione di decurtazione automatica del canone, ove previsto<sup>6</sup>.

Sul punto, è intervenuta anche la Corte dei Conti<sup>7</sup> che, in relazione a un contratto di disponibilità, ha chiarito che *“le condizioni che disciplinano l'erogazione del canone vanno opportunamente regolamentate nel bando e nella dimensione contrattuale successiva e devono essere idonee a garantire che il rischio di disponibilità sia effettivamente trasferito sull'operatore privato, con la conseguenza che il canone non è automatico bensì legato ai livelli prestazionali dell'opera o del servizio, al mancato raggiungimento del quale si applicano decurtazioni automatiche tali da incidere significativamente sullo stesso canone fino ad azzerarlo. I canoni di disponibilità pertanto laddove non ancorati alla riduzione proporzionale o all'azzeramento per mancata performance costituiscono indebitamento e concorrono alla percentuale del 49% di cui all'art 180 del codice dei contratti quale limite alla contribuzione pubblica”*.

Nell'ambito della gestione dei rischi, non può sottacersi come, seppure in via incidentale, l'art. 177 comma 1, nel definire il rischio operativo, faccia comunque riferimento alla *“realizzazione dei lavori”*, comprendendo di fatto anche quello che era stato definito esplicitamente e in maniera puntuale come rischio di costruzione, vale a dire la possibilità di un eventuale ritardo nei tempi di esecuzione, del

---

<sup>6</sup> Ne consegue che non deve essere previsto 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*).

<sup>7</sup> Deliberazione n. 200/2021/PA della Sezione Regionale di Controllo per l'Emilia-Romagna depositata il 30 settembre 2021.



mancato rispetto degli standard di progetto, di un aumento dei costi di realizzazione, di inconvenienti di tipo tecnico, fino ad arrivare al mancato completamento dell'opera.

L'importanza dell'allocazione dei rischi è rimarcata anche all'art. 177, comma 6, in base al quale *“non si applicano le disposizioni sulla concessione, ma quelle sugli appalti, se l'ente concedente attraverso clausole contrattuali o altri atti di regolazione settoriale sollevi l'operatore economico da qualsiasi perdita potenziale, garantendogli un ricavo minimo pari o superiore agli investimenti effettuati e ai costi che l'operatore economico deve sostenere in relazione all'esecuzione del contratto”*.

Al fine di gestire al meglio le problematiche fin qui analizzate, sia l'ANAC<sup>8</sup> che MEF/RGS suggeriscono 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 del rischio operativo in capo al soggetto privato. L'elaborato deve tenere in considerazione tutte le fasi della concessione (es.: progettazione, costruzione e gestione)<sup>9</sup>, al fine di disciplinare 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<sup>10</sup>.

La probabilità che un evento si verifichi può essere espressa in forma numerica (in percentuale) o attraverso una valutazione qualitativa (alta, media, bassa, ecc.), anche se appare preferibile la prima modalità per quantificare i rischi ai fini di un adeguato utilizzo del PSC. Gli effetti del rischio possono esprimersi in termini di maggiori esborsi finanziari, ritardo nelle attività, e così via.

La necessità di un'adeguata allocazione dei rischi ha trovato conferma da parte della giurisprudenza amministrativa che ha chiarito come 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 – sia nullo per la *“illiceità della causa ai sensi dell'art. 1344 (contratto in frode alla legge) del codice civile”*, in quanto utilizzato allo scopo di conseguire un risultato precluso dall'ordinamento<sup>11</sup>.

Altri interventi giurisprudenziali hanno evidenziato come l'alea legata all'aspetto economico e finanziario dell'operazione rappresenti un elemento caratterizzante la stessa concessione rispetto a

<sup>8</sup> “Linee guida n. 9, di attuazione del decreto legislativo 18 aprile 2016, n. 50, recanti «Monitoraggio delle amministrazioni aggiudicatrici sull'attività dell'operatore economico nei contratti di partenariato pubblico privato», aggiornamento 2023. Ancorché riferite al previgente codice, si ritiene che le indicazioni ivi contenute rappresentino in ogni caso un importante riferimento, soprattutto per ciò che concerne la redazione del piano economico-finanziario.

<sup>9</sup> 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).

<sup>10</sup> Ancorché in forma diversa rispetto al passato, in cui esisteva una tripartizione formalizzata del rischio (costruzione, domanda e disponibilità), attualmente la matrice dei rischi conterrà le diverse fattispecie che concorrono alla definizione e allocazione del rischio operativo con riferimento all'intervento da analizzare.

<sup>11</sup> TAR Sardegna, sentenza n. 213 del 10 Marzo 2011.



fattispecie simili<sup>12</sup>. In questa prospettiva, si è precisato come la differenza fondamentale rispetto all'appalto risieda proprio nella circostanza che il concessionario contribuisce con capitale proprio al finanziamento dell'investimento e sopporta il rischio operativo derivante dal relativo sfruttamento economico con particolare riferimento alla disponibilità dell'opera<sup>13</sup>.

Sul punto, più precisamente, la giurisprudenza del Consiglio di Stato<sup>14</sup> ha ribadito che *“il rischio assunto dal concessionario si valuta proprio intorno alla aleatorietà [...] l'errore di valutazione [...] evidentemente condiziona la remuneratività dell'investimento e misura la validità imprenditoriale dell'iniziativa economica [...] L'assunzione del rischio imprenditoriale da parte del concessionario, i limiti entro i quali tale assunzione è ammissibile e non compromette il proficuo svolgimento dell'attività affidata al terzo [la convenienza economica e la sostenibilità finanziaria: art. 3, comma 1, lett. fff]), è l'oggetto delle valutazioni riservate all'amministrazione concedente. [...] Ciò premesso, deve essere ulteriormente ribadito che le valutazioni circa la sostenibilità del PEF e dell'offerta rientrano in un ambito di valutazione tecnica riservato all'amministrazione concedente, tendenzialmente insindacabile in sede giurisdizionale”*. Sempre il Consiglio di Stato<sup>15</sup> ha evidenziato che *“Se la concessione si qualifica per il trasferimento del rischio operativo dal concedente al concessionario, il PEF è lo strumento mediante il quale si attua la concreta distribuzione del rischio tra le parti del rapporto, la cui adeguatezza e sostenibilità deve essere valutata dall'amministrazione concedente alla luce delle discipline tecniche ed economiche applicabili e sulla base delle eventuali prescrizioni che la stessa amministrazione ha dettato con la lex specialis della procedura per la selezione del concessionario”*.

Oltre che ai fini della distinzione di un'operazione di PPP rispetto a un appalto tradizionale, la corretta allocazione dei rischi consente di generare uno dei vantaggi principali delle operazioni di partenariato con riferimento alla possibilità di mantenere le opere realizzate *off-balance*, evitando di influenzare deficit e indebitamento delle amministrazioni pubbliche. A tale proposito, l'ISTAT effettua periodicamente un monitoraggio sulle operazioni di PPP, realizzando una classificazione statistica dei contratti di partenariato e dei contratti di *energy performance contract* (EPC) sottoscritti dalle parti e giunti a *financial closing*, al fine di stimarne l'impatto sull'indebitamento netto. In base alle verifiche effettuate, l'88% dei contratti di PPP e il 100% dei contratti EPC è stato classificato *on-balance* sulla base del mancato trasferimento dei rischi al soggetto privato. In un'ulteriore analisi di circa 70 operazioni di partenariato realizzate tra il 2010 e il 2022, per più dell'80% dei PPP monitorati e classificati *on balance* si registra il rischio di costruzione in capo alla P.A., mentre il 75% dei PPP monitorati e classificati *on balance* registrano il rischio di domanda in capo alla PA<sup>16</sup>.

<sup>12</sup> Cons. St., Ad. Pl., 27 luglio 2016, n. 22; Cons. St., 6 aprile 2016, n. 1352.

<sup>13</sup> Cfr. Corte Giust., III, 10 marzo 2011, n. C-274/2009; Corte Giust., II, 10 novembre 2011, n. C-348/10; Cons. St., V, 18 dicembre 2015, n. 5745; Cons. St., VI, 4 settembre 2012, n. 4682.

<sup>14</sup> Cons. St., Sez. V, 30 gennaio 2023 n. 1042.

<sup>15</sup> Cons. St., Sez. V, 4 febbraio 2022, n. 795.

<sup>16</sup> Dati richiamati dal Dipartimento Per La Programmazione e Il Coordinamento Della Politica Economica Della Presidenza Del Consiglio Dei Ministri, “Relazione sull'attività svolta dal DIPE nell'anno 2022 in materia di Partenariato Pubblico Privato (PPP) e finanza di progetto”, 2023.



Quanto sopra evidenzia come, nel corso degli anni, l'analisi dei rischi sia stata spesso trascurata, sottovalutata o comunque effettuata in maniera superficiale e non adeguata, generando significative conseguenze in termini di indebitamento e saldi di finanza pubblica.

Il tema dei rischi è stato affrontato anche dall'ultima Guida MEF/RGS<sup>17</sup> (di seguito anche "Guida"), in base alla quale il processo di *risk allocation* si fonda sull'utilizzo di strumenti appropriati, quali la corretta formulazione delle clausole contrattuali e la coerenza con matrice dei rischi e costituisce un'attività continua, che si protrae per l'intero arco della vita di un progetto di PPP.

## 2.1. L'analisi di convenienza del PPP

L'allocazione dei rischi, dunque, è uno degli elementi da tenere in considerazione nell'ambito della valutazione preliminare di convenienza e fattibilità del partenariato menzionata all'art. 175, in base al quale l'analisi deve basarsi altresì sull'idoneità del progetto a essere finanziato con risorse private, sulle condizioni necessarie a ottimizzare il rapporto tra costi e benefici, sulla capacità di generare soluzioni innovative, nonché sulla capacità di indebitamento dell'ente e sulla disponibilità di risorse sul bilancio pluriennale. A tal fine, la valutazione confronta la stima dei costi e dei benefici del progetto di partenariato, nell'arco dell'intera durata del rapporto, con quella del ricorso alternativo al contratto di appalto per un arco temporale equivalente.

Di conseguenza, soprattutto per i progetti a iniziativa privata, è necessario elaborare tale analisi al fine di verificare la convenienza del PPP per l'ente pubblico rispetto a un'ordinaria opzione di *procurement*.

Per l'analisi e la valutazione della convenienza del ricorso al PPP, la prassi internazionale ha elaborato una metodologia che consiste nella misurazione del cosiddetto "Value for money" (VFM) dell'iniziativa, mediante la comparazione tra gli effetti economici derivanti dalla realizzazione del progetto con e senza il PPP. Tale metodica è nota con il termine di "*Public Sector Comparator*" (PSC).

L'opportunità di adottare tale valutazione è auspicata sia dall'Autorità di Vigilanza (ANAC) che dalla BEI (nella sua "Una Guida ai PPP - Manuale di buone prassi") e dalla Guida MEF/RGS.

Il PSC, sinteticamente, confronta:

- il costo netto per la realizzazione dell'iniziativa mediante lo strumento del PPP, ossia:
  - nel caso di realizzazione di un'opera "fredda"<sup>18</sup> in PPP si tratta dei costi che la P.A. dovrà sostenere per consentire al privato di mantenere una gestione sostenibile dell'opera. In tal senso i costi sono relativi ai contributi e/o canoni, all'investimento o alla gestione, che l'Amministrazione dovrà riconoscere al Concessionario;

<sup>17</sup> MEF, RGS, "Guida alla simulazione dei piani economico finanziari secondo prassi ricorrenti sul mercato. Relazione illustrativa al Modello RGS per la redazione di un prospetto di Piano Economico Finanziario per un'operazione di Partenariato Pubblico Privato", 2023.

<sup>18</sup> Si tratta di opere che non intrinsecamente remunerative, che hanno bisogno dell'intervento del soggetto pubblico che prende parte all'operazione attraverso la corresponsione di un canone o altre forme di contribuzione.



- nel caso di realizzazione di un'opera calda<sup>19</sup>, che genera quindi profitti in capo al concedente, l'impatto economico per la P.A. è relativo agli eventuali canoni concessori che la stessa riceverà come corrispettivo dal concessionario;

con

- il costo previsto in caso di realizzazione diretta dell'opera da parte della P.A. che:
  - si accollerà per intero i costi di realizzazione e gestione della struttura nonché i relativi rischi;
  - potrà beneficiare direttamente, nel caso di opere generatrici di ricavi, dei proventi derivanti dalla gestione dell'iniziativa.

Il differenziale tra i due suddetti valori esprime adeguatamente il valore guadagnato/rinunciato con l'adozione del PPP in luogo del *traditional procurement* e consente quindi di orientare, su basi scientifiche, l'assunzione delle decisioni da parte della P.A.

Il calcolo del PSC può essere suddiviso nelle seguenti fasi<sup>20</sup>:

1. **calcolo del costo base (raw PSC):** si individua il costo base previsto in sede di progettazione dell'opera. In tale valore sono inclusi i costi di costruzione e gestione, diretti ed indiretti, ed esclusa la valutazione dei rischi che viene effettuata in una fase successiva. Per i progetti generatori di entrate (opere calde o PGE) il valore di detti ricavi va nettato rispetto ai costi di investimento e gestione, al fine di determinare il costo netto (o provento netto) sostenuto dall'amministrazione per effetto della realizzazione dell'iniziativa con una forma di *traditional procurement*.
2. **Calcolo dei costi finanziari rettificati:** nel caso di appalto diretto, la P.A. gode generalmente di condizioni di accesso al credito migliori rispetto a quelle applicate agli sponsor di un'operazione di partenariato pubblico-privato. In questa prospettiva all'interno del calcolo del PSC il costo finanziario viene rideterminato di conseguenza considerando l'impatto derivante dall'onere finanziario figurativo a carico del concedente pubblico.
3. **Calcolo della neutralità competitiva:** successivamente si procede poi a depurare l'indicatore da qualunque vantaggio (o anche svantaggio) competitivo che la P.A. possa vantare rispetto a quello privato in termini di agevolazioni d'imposta, garanzie, maggiori entrate, ecc. La depurazione dai fattori di vantaggio competitivo permette di giungere ad una situazione di neutralità che rende comparabili i valori ottenuti.
4. **Analisi dei rischi:** consiste nella individuazione e valutazione di tutti i rischi di progetto. Una volta definiti i rischi si procede alla loro coerente allocazione tra pubblico e privato in base all'ottimale capacità di gestione degli stessi, come definito dalla convenzione e dalla matrice dei rischi.
5. **Quantificazione dei rischi:** consiste nel determinare e quantificare la probabilità del manifestarsi di un evento rischio ed il relativo impatto connesso allo stesso in termini finanziari.

<sup>19</sup> Si tratta di investimenti che generano flussi di cassa tali da remunerare la gestione e il capitale investito.

<sup>20</sup> Autorità di Vigilanza sui Contratti Pubblici, 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.



## 6. Calcolo del PSC e determinazione del Value for Money (VFM).

In base alle considerazioni fin qui svolte, dunque, l'analisi dei rischi e la loro corretta allocazione rappresentano attività decisive non solo ai fini della adeguata definizione di un'operazione di partenariato, ma anche allo scopo di determinare l'effettiva convenienza per l'Amministrazione che dovrà tenere conto della quantificazione dei rischi e del loro trasferimento in capo all'operatore economico.

---

## 3. Il piano economico-finanziario nel PPP alla luce delle nuove indicazioni ANAC-MEF-RGS e della giurisprudenza recente

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. Il nuovo Codice stabilisce un maggiore livello di approfondimento e attenzione rispetto a tale documento, atteso che, all'art. 185, comma 5, impone che prima di assegnare il punteggio all'offerta economica la commissione aggiudicatrice verifichi altresì *“l'adeguatezza e la sostenibilità del piano economico-finanziario”*. L'elaborato diventa infatti 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. costo dell'intervento;
2. durata complessiva dell'investimento;
3. valore della concessione;
4. risultati economici;
5. previsioni patrimoniali;
6. flussi di cassa;
7. modalità di ammortamento delle opere realizzate ed eventuale valore residuo;
8. struttura del capitale e fonti di finanziamento da utilizzare per la realizzazione del progetto;
9. ripartizione dei rischi;
10. redditività del progetto;
11. redditività dei portatori di *equity*;
12. sostenibilità del debito, con particolare riguardo alla necessità del *closing* finanziario;
13. necessità di un contributo pubblico.

La centralità del PEF nelle operazioni di PPP è stata ribadita anche da recente giurisprudenza che ha affermato come lo stesso rappresenti *“un documento essenziale ai fini dell'offerta”*<sup>21</sup>, che deve essere

---

<sup>21</sup> Cons. Stato, sez. V, 25 febbraio 2019, n. 1247.



redatto in maniera attendibile e specifica. Sul punto, il Consiglio di Stato ha accolto le censure di un operatore che lamentava la mancata indicazione di alcuni costi di gestione all'interno del piano posto a base di gara. I giudici, infatti, hanno stabilito che, pur essendo necessario il trasferimento del rischio operativo in capo al soggetto privato, *“è necessario pure che siano specificati tutti gli oneri economici che concorrono a definire il rischio che l'operatore economico è chiamato ad assumere. In mancanza, non potrà dirsi attendibile l'elaborazione Piano economico finanziario – nel quale l'amministrazione è tenuta a riportati i costi preveduti e i ricavi possibili di modo da prefigurare l'utile conseguibile ovvero, in sintesi, le condizioni di equilibrio economico-finanziario del servizio – e, di risulta non sarà neppure corretta l'allocazione del rischio”*. D'altro canto, se l'operatore economico non è posto a conoscenza di tutti gli oneri del servizio che dovrà svolgere, non sarà in condizione di valutare se, per la sua organizzazione di impresa, sia in grado di sostenere il rischio senza incorrere in perdite di attività e la sua offerta risulterà inevitabilmente non attendibile, potendo accadere che sia indotto a rivedere al ribasso la qualità del servizio offerto in corso di rapporto solo per evitare perdite.

La mancata indicazione nel PEF anche solo di alcuni costi operativi (si pensi, ad esempio, agli oneri per manutenzione), rende lo stesso non idoneo allo scopo *“di definire, con esatta possibilità di previsione ex ante, l'effettivo equilibrio economico finanziario del servizio in affidamento, poiché non è dato agli operatori economici concorrenti di aver contezza dell'andamento economico del rapporto nel corso del tempo, se esso cioè, consenta di conseguire un utile dati gli integrali oneri economici da sostenere; che ciò porti a ritenere le offerte dei concorrenti articolate sulla base di tale P.e.f. inattendibili è conseguenza inevitabile”*. Con sentenza 23 febbraio 2023, n. 1867, sempre il Consiglio di Stato ha ribadito che la funzione del piano economico-finanziario è quella di dimostrare la concreta capacità del concorrente di eseguire correttamente 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. Tali elementi devono essere valutati dal concedente ai fini di verificare l'adeguatezza dell'offerta e l'effettiva realizzabilità dell'oggetto della concessione. In altri termini, il PEF è un elemento imprescindibile dell'offerta, in quanto consente di apprezzarne la congruità<sup>22</sup> e sostenibilità e la sua inadeguatezza può addirittura inficiare la validità dell'intera offerta presentata.

### **3.1. Il valore della concessione**

Uno dei principali elementi desumibili dal piano economico-finanziario riguarda il valore della concessione, che in base all'art. 179, comma 1, *“è costituito dal fatturato totale del concessionario generato per tutta la durata del contratto, al netto dell'IVA, stimato dall'ente concedente, quale corrispettivo dei lavori e dei servizi oggetto della concessione, nonché per le forniture accessorie a tali*

---

<sup>22</sup> “Il PEF presentato avrebbe dovuto essere un documento che giustificasse la sostenibilità dell'offerta, una sorta di dimostrazione del fatto che l'impresa fosse in condizione di trarre, concretamente, degli utili tali da consentire una proficua gestione e continuazione dell'attività in concessione” (cfr. Cons. Stato, sez. V, 4 febbraio 2022, n. 795).



*lavori e servizi*". Stando a quanto previsto dal comma 3 della medesima norma, tale importo deve essere calcolato in maniera oggettiva, in base a un metodo specificato nei documenti di gara<sup>23</sup>.

Sul punto si è soffermata anche la giurisprudenza, secondo la quale l'errata indicazione del parametro in questione costituisce causa di illegittimità del bando idonea a giustificare l'esercizio del potere di annullamento in autotutela *ex art. 21-nonies l. 241/1990*, anche nel caso in cui sia già intervenuta l'aggiudicazione<sup>24</sup>. La corretta determinazione del valore della concessione è rilevante anche poiché la sua sottostima potrebbe avere, come naturale conseguenza, quella di ridurre il numero di operatori interessati a partecipare alla gara<sup>25</sup>.

L'importanza della corretta definizione del valore della concessione ha effetti altresì in relazione alla modalità di gestione del contratto: l'art. 194, comma 1, del Codice, infatti, stabilisce che per gli affidamenti di importo superiore a € 5.382.000<sup>26</sup>, il bando di gara relativo a concessioni nella forma della finanza di progetto debba prevedere che l'aggiudicatario costituisca una società di scopo<sup>27</sup>, sotto forma di società di capitali. 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 e adeguata al tipo di investimento da effettuare<sup>28</sup>, in base alle risultanze del piano economico-finanziario. A tale proposito, un primo riferimento proviene dalla citata Direttiva 2014/23/UE, 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 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"*.

L'art. 178 del Codice conferma tale impostazione, stabilendo che la durata delle concessioni è limitata ed è determinata dall'ente concedente in funzione dei lavori o servizi richiesti al concessionario. Per le

---

<sup>23</sup> Gli enti concedenti tengono conto, se del caso, anche dei seguenti elementi: a) il valore di eventuali clausole di opzione; b) gli introiti derivanti dal pagamento, da parte degli utenti dei lavori e dei servizi, di tariffe e multe diverse da quelle riscosse per conto dell'ente concedente; c) i pagamenti o qualsiasi vantaggio finanziario conferito al concessionario in qualsivoglia forma dall'ente concedente o da altre amministrazioni pubbliche, incluse le compensazioni per l'assolvimento di un obbligo di servizio pubblico e le sovvenzioni pubbliche di investimento; d) il valore delle sovvenzioni o di qualsiasi altro vantaggio finanziario in qualsivoglia forma conferiti da terzi per l'esecuzione della concessione; e) le entrate derivanti dalla vendita di elementi dell'attivo facenti parte della concessione; f) il valore dell'insieme delle forniture e dei servizi messi a disposizione del concessionario dagli enti concedenti, purché siano necessari per l'esecuzione dei lavori o la prestazione dei servizi; g) ogni premio o pagamento ai candidati o agli offerenti.

<sup>24</sup> Sentenza del TAR Piemonte, sez. II, 4 novembre 2022, n. 933.

<sup>25</sup> Cons. Stato, sez. V, 24 agosto 2023, n. 7927.

<sup>26</sup> Art. 14, comma 1, lett. a).

<sup>27</sup> Tale dicitura ha sostituito quella di società di progetto, anche per avvicinarsi maggiormente alla definizione di *special purpose vehicle* utilizzata in ambito finanziario a livello internazionale.

<sup>28</sup> Giova sottolineare come il PEF debba considerare l'intera durata della concessione, dal momento della firma del contratto.



concessioni ultraquinquennali, la durata massima non supera il periodo di tempo in cui si può ragionevolmente prevedere che *“il concessionario recuperi gli investimenti effettuati nell’esecuzione dei lavori o dei servizi, insieme con un ritorno sul capitale investito, tenuto conto degli investimenti necessari per conseguire gli obiettivi contrattuali specifici assunti dal concessionario per rispondere alle esigenze riguardanti, ad esempio, la qualità o il prezzo per gli utenti ovvero il perseguimento di elevati standard di sostenibilità ambientale”*. L’art. 178, comma 3, specifica, correttamente, che gli investimenti da tenere in considerazione includono sia quelli realizzati nella fase iniziale che quelle attuati successivamente, nel corso della concessione.

La durata massima della concessione deve essere indicata nei documenti di gara, a meno che essa non sia utilizzata come criterio di aggiudicazione del contratto.

L’art. 178, comma 5, ribadisce, ancora una volta, che la durata dei contratti di concessione non è prorogabile, salvo nei casi di revisione di cui all’art. 192, comma 1<sup>29</sup> analizzati nei paragrafi successivi<sup>30</sup>.

Secondo il *“Manual on Government Deficit and Debt”*<sup>31</sup> (di seguito, “MGDD”), la durata del PPP dipende generalmente dalla natura dell’asset e dalla durata attesa del suo ammortamento. Un contratto potrebbe non rispettare i requisiti del partenariato se la durata del contratto fosse più estesa della vita economica del bene da mantenere, che sarebbe sostituito una o più volte durante la concessione<sup>32</sup>.

In base alle considerazioni fin qui svolte, l’analisi dei principali documenti emanati dagli *standard-setter* in materia, confermano la centralità del piano economico-finanziario anche per la definizione della durata della concessione.

### **3.2. 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 concessione, come confermato sia dalla Guida MEF/RGS

---

<sup>29</sup> *“Al verificarsi di eventi sopravvenuti straordinari e imprevedibili, ivi compreso il mutamento della normativa o della regolazione di riferimento, purché non imputabili al concessionario, che incidano in modo significativo sull’equilibrio economico-finanziario dell’operazione, il concessionario può chiedere la revisione del contratto nella misura strettamente necessaria a ricondurlo ai livelli di equilibrio e di traslazione del rischio pattuiti al momento della conclusione del contratto. L’alterazione dell’equilibrio economico e finanziario dovuto a eventi diversi da quelli di cui al primo periodo e rientranti nei rischi allocati alla parte privata sono a carico della stessa”*.

<sup>30</sup> I contratti aggiudicati senza gara di cui all’art. 186, comma 2, non sono in nessun caso prorogabili.

<sup>31</sup> Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA 2010 – 2022 edition.

<sup>32</sup> *“PPPs imply a long-term relationship in the framework of specific contracts, where the obligations and rights of each partner are clearly specified. In practice, most PPPs contracts cover at least 20 years. The duration of a PPP contract normally depends on the nature of the assets (on the length of their expected depreciation) but there might be cases with a duration below 15 years or, even, 10 years. In such cases, a specific analysis should be undertaken in order to assess whether such contracts could actually be considered as PPPs in the sense used in this chapter. A contract would not fit the definition of a PPP if the duration of the contract would be longer than the economic life of the asset to be maintained, which would be replaced once or more times during the duration of the contract”*.



al paragrafo 1.3.1<sup>33</sup> che dalla giurisprudenza<sup>34</sup>. Al fine di ottenere una corretta rappresentazione 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. 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"<sup>35</sup>. 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.)<sup>36</sup>.

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 competenza<sup>37</sup>. Nel caso in cui, invece, si configuri come un contributo in conto capitale, è possibile adottare una delle due modalità classiche di trattamento contabile stabilite dalla prassi nazionale ed internazionale<sup>38</sup>, vale a dire l'imputazione tra i ricavi pro quota, in base al principio di competenza, per l'intera durata della concessione alla riduzione del costo dell'immobilizzazione, con la conseguente imputazione di minori quote di ammortamento<sup>39</sup>. 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,

---

<sup>33</sup> 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. 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.

<sup>34</sup> La succitata sentenza del Consiglio di Stato n. 1867 del 23 febbraio 2023, infatti, evidenzia tra i motivi di censura il fatto che il PEF "si riferisce, peraltro, ad arco temporale più breve rispetto a quello indicato nel bando" e non copre, di conseguenza, l'intera durata della concessione

<sup>35</sup> 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".

<sup>36</sup> 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".

<sup>37</sup> Da imputare nella voce A1 o A5 del conto economico a seconda di quanto stabilito nel contratto.

<sup>38</sup> Si vedano, ad esempio, il principio contabile OIC 16 (paragrafi 86 e seguenti) e lo IAS 20.

<sup>39</sup> 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.



il contributo concesso dalla stazione appaltante costituisce un elemento imponibile per il concessionario, rilevante sia ai fini delle imposte dirette<sup>40</sup> che indirette<sup>41</sup>.

Per ciò che concerne i ricavi, la Guida MEF evidenzia la necessità di specificare la modalità di stima degli stessi in un'apposita sezione della relazione descrittiva. Anche per i costi di gestione, l'operatore dovrà elaborare in una sezione a parte del PEF le stime delle diverse tipologie di costi operativi (personale, manutenzioni ordinarie, assicurazioni, energia, ecc.). Trattandosi di contratti di lunga durata, inoltre, è necessario che il piano includa anche gli oneri relativi alle attività di manutenzione straordinaria programmata, necessaria per mantenere gli investimenti in piena funzionalità, con particolare riguardo e attenzione alla ciclicità e frequenza di manifestazione delle stesse.

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*)<sup>42</sup> 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 operativo 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 gestione<sup>43</sup>). Tale seconda metodologia appare probabilmente consigliabile e maggiormente appropriata. In relazione alla determinazione *cash flow* sono intervenute anche le indicazioni MEF/RGS/ANAC, in base alle quali la stima dei flussi di cassa di progetto può avvenire sulla base dello schema esposto di seguito<sup>44</sup>.

---

<sup>40</sup> Si veda la Risoluzione Agenzia delle Entrate n. 395 del 27 dicembre 2002, che, pur trattando lo specifico caso del contributo erogato ai sensi della legge 26 febbraio 1992, n. 211, può essere applicata per analogia al prezzo previsto dal Codice dei contratti per le procedure di partenariato.

<sup>41</sup> 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".

<sup>42</sup> 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.

<sup>43</sup> Si fa presente come, in molti casi, le uscite connesse agli investimenti in immobilizzazioni non siano riferite solo al periodo iniziale della concessione, sia per la natura e le caratteristiche tecniche dell'opera che per le modalità di esecuzione (si pensi, ad esempio, all'ipotesi di una realizzazione per lotti funzionali, in cui la costruzione dei manufatti può avvenire in base alla effettiva necessità dell'utenza, anche per ridurre l'esposizione finanziaria iniziale).

<sup>44</sup> MEF, RGS, ANAC, "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", Relazione illustrativa, 2021. Anche in questo caso, pure essendo riferite al precedente Codice, si ritiene che le indicazioni contenute nel documento rappresentino comunque un importante riferimento in termini di buone pratiche da applicare alle operazioni di partenariato.

Tabella 2 - Elaborazione dei flussi di cassa operativi e degli azionisti in base alle Linee Guida MEF / ANAC

Metodo Diretto (senza predisporre il conto economico)	Metodo indiretto (derivando il reddito operativo netto dal conto economico)
(+) Ricavi	
(-) Costi di gestione	
(=) Margine Operativo Lordo (EBITDA)	
(-) Ammortamenti	
(=) Reddito operativo lordo (EBIT)	
(-) Tasse (IRES e IRAP)	
<b>(=) Reddito operativo netto</b>	<b>Reddito operativo netto</b>
(+) Ammortamenti	(+) Ammortamenti
(+/-) Variazione del capitale circolante	(+/-) Variazione del capitale circolante
(+/-) Flusso IVA su ricavi e costi di gestione	(+/-) Flusso IVA su ricavi e costi di gestione
<b>(=) Flusso monetario di gestione corrente</b>	<b>(=) Flusso monetario di gestione corrente</b>
(-) Investimenti ( <i>Capex</i> )	(-) Investimenti ( <i>Capex</i> )
(+) Contributi pubblici / disinvestimenti	(+) Contributi pubblici / disinvestimenti
(+/-) Flusso IVA su investimenti e contributi	(+/-) Flusso IVA su investimenti e contributi
<b>(=) FCFO</b>	<b>(=) FCFO</b>
(+) Finanziamenti	(+) Finanziamenti
(-) Servizio del debito (capitale + interessi)	(-) Servizio del debito (capitale + interessi)
(+) Beneficio fiscale	
<b>(=) FCFE</b>	<b>(=) FCFE</b>

Fonte: MEF/ANAC, *cit.*, 2021.

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

Appare opportuno precisare, tuttavia come, secondo l'elaborazione delle Linee Guida MEF, lo schema in oggetto differisce da quanto previsto dal principio contabile OIC 10, nonché dalla prassi internazionale. Nel contesto della valutazione degli investimenti, il flusso di cassa operativo sopra riportato (FCFO) è definito in realtà come *free cash flow to the firm* (FCFF) ed è determinato partendo dall'EBIT e sottraendo il carico fiscale sulla gestione operativa, per giungere al NOPAT (*net operating profit after tax*), seguendo uno schema che si esemplifica nella tabella seguente. Tale flusso di cassa, definito anche *unlevered*, è utilizzato per il calcolo degli indicatori di progetto (*infra*).

Tabella 3 - Ulteriori modalità di determinazione dei flussi di cassa<sup>45</sup>

<i>Free cash flow to the firm e free cash flow to equity</i>	<i>Free cash flow to equity</i>
(+) Ebit	
(-) Imposte su risultato operativo	
<b>(=) NOPAT (net operating profit after tax)</b>	
(+) Costi non monetari (ammortamenti, svalutaz., ecc.)	
(+/-) Variazione del capitale circolante netto	<b>Utile netto</b>
(-/+ Investimenti (Disinvestimenti) in immobilizzazioni	(+) Costi non monetari
<b>(=) Free cash flow to the firm</b>	(+/-) Variazione del capitale circolante netto
(+) Finanziamenti	(-/+ Investimenti (Disinvestimenti) in immobilizzazioni
(-) Servizio del debito (capitale + interessi)	(+) Finanziamenti
(+) Beneficio fiscale su interessi passivi ( <i>tax shield</i> )	(-) Quota capitale finanziamenti
<b>(=) Free cash flow to equity</b>	<b>(=) Free cash flow to equity</b>

Fonte: Rielaborazione da Damodaran, "Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset", Wiley Finance, 2017.

Poiché la scansione dei flussi di cassa dipende anche dalle ipotesi relative alla gestione del circolante e alla dinamica degli incassi, soprattutto in relazione alle operazioni "a canone", in cui il *main payer* è rappresentato dalla Pubblica Amministrazione, è necessario verificare la congruenza e l'omogeneità tra le assunzioni alla base delle proiezioni finanziarie e le clausole inserite all'interno del contratto in termini di tempistica di fatturazione e pagamento.

A tale proposito, è necessario tenere in considerazione che nel caso di specie, dal punto di vista fiscale, il concessionario emetterà fatture in regime di *Split Payment*<sup>46</sup> e, di conseguenza, durante l'intero lasso temporale coperto dal Piano potrebbe registrare strutturalmente un credito IVA, che potrà essere richiesto a rimborso.

### 3.3. Ammortamento delle opere e valore residuo

Come in precedenza evidenziato, generalmente l'impianto contrattuale dei PPP è 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 soffrire alcune eccezioni: 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 della P.A.; 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

<sup>45</sup> Gli investimenti in immobilizzazioni sono considerati al netto di eventuali contributi pubblici in conto capitale.

<sup>46</sup> "Scissione dei pagamenti", introdotta dalla l. 190/2014 e disciplinato dall'art. 17-ter del d.P.R. 33/1972.



scadenza del contratto, 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.

La realizzazione di interventi intermedi, infatti, potrebbe dar luogo a una discrepanza tra ammortamento finanziario, obsolescenza e ammortamento tecnico del dell'opera.

Occorre dunque prestare attenzione alla presenza di clausole contrattuali che obblighino la stazione appaltante a versare un corrispettivo alla scadenza del contratto e a quelle che limitano la possibilità di penalizzare l'operatore economico qualora egli risulti inadempiente nel periodo terminale del contratto. 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, inficiando il corretto trasferimento del rischio.

L'importanza della definizione del valore residuo è sottolineata anche dall'ANAC, che nell'aggiornamento al 2023 delle Linee Guida, evidenzia che l'eventuale presenza di clausole contrattuali relative al riconoscimento, da parte dell'ente concedente o del soggetto subentrante, di un valore residuo dell'asset al momento della sua restituzione, può deporre per il mancato trasferimento del rischio nel caso in cui le stesse non permettano una corretta stima del valore residuo.

Nell'ambito degli strumenti di PPP, tuttavia, la corresponsione del valore di subentro è espressamente menzionata dal Codice per il contratto di disponibilità, laddove all'art. 177, comma 3, è previsto che una delle forme di corrispettivo che concorre alla remunerazione dell'affidatario possa essere rappresentata, eventualmente, da *“un prezzo di trasferimento, da pagare al termine del contratto, determinato in relazione al valore di mercato residuo dell'opera e tenendo conto dell'importo già versato a titolo di canone di disponibilità e di eventuale contributo in corso d'opera”*. La tematica del valore residuo, connessa al subentro di un nuovo concessionario, è molto sentita in particolari settori, come quello delle autostrade, delle reti per *utilities* (si pensi, ad esempio, alla distribuzione del gas) dei servizi relativi al trattamento dei rifiuti<sup>47</sup>, 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 realizzati. 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*).

---

<sup>47</sup> Si veda, ad esempio, ANCI-IFEL, “La Regolazione sui rifiuti urbani. Guida alla predisposizione del PEF secondo il metodo tariffario rifiuti (MTR-2) ARERA”, 2022.



### 3.4. 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'investimento<sup>48</sup>. 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. L'importanza della bancabilità delle iniziative di PPP, tra l'altro, è menzionata esplicitamente dal Codice, laddove all'art. 188, comma 5, si stabilisce che *"i bandi e i relativi allegati, ivi compresi, a seconda dei casi, lo schema di contratto e il piano economico-finanziario, sono definiti in modo da assicurare adeguati livelli di bancabilità, intendendosi per tali la reperibilità sul mercato finanziario di risorse proporzionate ai fabbisogni, la sostenibilità di tali fonti e la congrua redditività del capitale investito"*. I bandi possono anche richiedere che le offerte siano corredate da manifestazioni di interesse fornite dall'istituto finanziatore.

Per determinare il costo del finanziamento *senior*, appare opportuno fare riferimento all'IRS relativo alla durata ipotizzata, al quale applicare uno spread ritenuto congruo in relazione ai valori di mercato e ai profili di rischio dell'operazione. Molto spesso, è possibile ipotizzare altresì l'accensione di una linea destinata al finanziamento degli esborsi IVA (*VAT facility*), che è strutturata fondamentalmente come strumento autoliquidante, e generalmente è sostenuto dai rimborsi iva che l'operatore incasserà in seguito alla realizzazione dell'intervento. Sul punto, giova evidenziare come il credito IVA formatosi durante il periodo della realizzazione possa essere chiesto a rimborso, in base a quanto previsto dalla Nota 2010/34486 della Direzione Centrale dell'Agenzia delle Entrate. Per quanto riguarda il costo di tale finanziamento, in questo caso, è possibile fare riferimento all'Euribor come tasso base, a cui applicare anche in questa circostanza uno spread adeguato.

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, dal MEF e dalla RGS 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:

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

<sup>48</sup> 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.



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 1,5<sup>49</sup>. Il Dipartimento per La Programmazione e Il Coordinamento della Politica Economica della Presidenza del Consiglio Dei Ministri (DIPE) individua un *range* ottimale compreso tra 1,25 e 1,6<sup>50</sup>. 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 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 prestito<sup>51</sup>. Tale indicatore è quantificato calcolando il rapporto tra il valore attuale netto<sup>52</sup> 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:

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

<sup>49</sup> Cfr. X. Zhang (2005), "Financial viability analysis and capital structure optimization in privatized public infrastructure projects", *Journal of Construction Engineering and Management*, Vol. 131 No. 6, pp. 656-668.

<sup>50</sup> DIPE, "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 concessione di lavori: da un'analisi di 1.000 progetti tra il 2002 e il 2014".

<sup>51</sup> Cfr. D. Grimsey, M.K. Lewis (2005), "Evaluating the risks of public-private partnerships for infrastructure projects", *International Journal of Project Management*, Vol. 20 n. 2, pp. 107-118.

<sup>52</sup> 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.



Anche in questo caso, appare chiara la necessità che il valore dell'indicatore si attesti, durante ogni esercizio, su valori superiori all'unità<sup>53</sup>.

- 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.

Oltre a quelle citate, altre ricerche hanno individuato dei range relativi alle operazioni di PPP in base al settore di riferimento, come si evince dalla tabella che si riporta di seguito, estrapolata da elaborazioni ANCI-IFEL.

Tabella 4 - Range degli indicatori di bancabilità per settore

	DSCR	LLCR
Energia tradizionale (Impianti merchant)	2,0x – 2,3x	2,2x – 2,8x
Energia tradizionale (con tolling agreements)	1,4x – 1,7x	1,5x – 1,8x
Energia Rinnovabile	1,3x – 1,5x	1,4x – 1,6x
Trasporti / Shipping	1,4x – 1,7x	1,5x – 1,8x
Telecom	1,4x – 1,7x	1,5x – 1,8x
Acqua	1,3x – 1,5x	1,4x – 1,6x
Waste to Energy	1,4x – 1,6x	1,6x – 1,8x
PPP (Sanità / Edilizia Civile / Altro)	1,3x – 1,4x	1,4x – 1,5x

Fonte: Anci-Ifel, "Il Piano Economico e Finanziario (PEF) e gli indici di redditività e bancabilità", Fidato, 2022.

La necessità di garantire l'adeguata sostenibilità finanziaria dell'iniziativa va contemperata 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 60/40<sup>54</sup>, soprattutto quando non sono previsti contributi pubblici. Nella definizione della struttura finanziaria e ai fini del calcolo del costo medio ponderato del capitale (*infra*), la Guida MEF/RGS suggerisce di considerare i finanziamenti soci alla stregua di *equity* vero e proprio.

<sup>53</sup> Cfr. E.R. Yescombe (2005), *Principles of project finance*, Academic Press, Amsterdam, Netherlands.

<sup>54</sup> 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 (2004), "The nature of credit risk in project finance", *BIS Quarterly Review*, 2004, December.



### 3.5. Struttura finanziaria e costo del capitale

La scelta della struttura finanziaria dell'operazione impatta non solo sulla "bancabilità" dell'iniziativa, ma anche sulla redditività degli azionisti e 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 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:

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

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* 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 abbatte il costo netto del debito, rappresenta un altro elemento a favore di un livello di indebitamento abbastanza spinto. Sul punto, giova sottolineare che il *tax shield* (1 - t) derivante dalla deducibilità degli interessi passivi sulla stima del WACC deve essere calcolato facendo riferimento solo all'aliquota IRES, senza includere l'IRAP in quanto imposta regionale e con diversa base imponibile.

Ai fini del calcolo degli indicatori di redditività e della valutazione relativa alla convenienza di un progetto, oltre a un valore medio o quello generato dai valori iniziali degli input inseriti nell'equazione, soprattutto per i progetti più complessi potrebbe essere opportuno effettuare un calcolo periodico e puntuale del WACC, che si modifica anche a seguito delle restituzioni del debito e delle conseguenti modifiche alla ponderazione delle fonti di capitale. Sul punto, l'aggiornamento 2023 delle Linee Guida ANAC n. 9 fornisce informazioni molto più specifiche in relazione agli elementi in questione, con particolare riferimento al costo dell'*equity* e alla sua determinazione, che rappresenta una delle attività più rilevanti ma anche più delicate e complesse in un'operazione di PPP. Prendendo spunto dalla



dottrina internazionale e da modelli ormai consolidati, quali il *Capital Asset Pricing Model*<sup>55</sup>, l'ANAC evidenzia che:

$$K_e = R_f + \beta * ERP$$

dove:  $R_f$  è il tasso privo di rischio nella maggior parte dei casi, si utilizza come riferimento il rendimento dei BTP per la scadenza interpolata sulla vita media del progetto<sup>56</sup>;

$\beta$  (Beta) è la misura del rischio sistematico del progetto in relazione a quello del mercato (rischio del progetto spesso approssimato con il rischio del settore economico di riferimento);

ERP (Equity Risk Premium) è il premio richiesto per il rischio complessivo di mercato: secondo l'ANAC, può essere stimato dai rendimenti del mercato azionario come media geometrica dei rendimenti azionari passati o come premio al rischio implicito nei corsi azionari correnti<sup>57</sup>.

Per ciò che concerne il tasso *risk-free*<sup>58</sup>, giova sottolineare come anche tale elemento sia soggetto a volatilità e oscillazioni, come si evince soprattutto dall'andamento degli ultimi mesi in Italia e a livello internazionale. Anche in questo caso, dunque, potrebbe emergere la volontà di "normalizzare" il dato in questione (ad esempio attraverso l'utilizzo di serie storiche) al fine di non aumentare in maniera eccessiva il costo del capitale, deprimendo così il valore attuale netto. A tale proposito, la dottrina e la prassi consolidata suggeriscono che tale attività, da effettuare con prudenza, potrebbe essere realizzata solo trattando in maniera coerente le componenti che incidono sul tasso *risk-free*, tra cui principalmente l'inflazione e la crescita reale attesa. Ai fini della determinazione del  $K_e$ , appare opportuno ricordare la necessità di procedere ad alcune operazioni di matematica finanziaria al fine di rendere omogenei i fattori considerati: nel caso in cui dalle principali banche dati<sup>59</sup> si rilevino i valori dei beta di tipo "levered", che risentono del rapporto *debt/equity* della società di riferimento, al fine di ottenere un parametro comparabile e congruo per l'operazione in oggetto, è necessario procedere ad un'operazione di "delevering" (per depurare il beta dal quoziente di indebitamento) e successivo "relevering" (per tenere conto della specifica struttura del capitale della società di progetto). Al fine di ottenere un beta "puro", si calcola la sua versione *unlevered* utilizzando la seguente formula:

$$\beta_U = \beta_L / [1 + (1 - t_{ires}) * D/E^{60}]$$

dove:  $\beta_U$  = Beta "Unlevered"

$\beta_L$  = Beta "Levered"

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

D = valore del debito

E = valore dell'equity.

<sup>55</sup> Sharpe, W.F. (1964), "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance*, Vol. 19 No. 3, pp. 425-442.

<sup>56</sup> Ad esempio, il rendimento dei BTP per la scadenza interpolata sulla vita media del progetto.

<sup>57</sup> Il beta e l'*equity risk premium* devono essere desunti da fonti accreditate.

<sup>58</sup> La condizione affinché un tasso sia considerato tale è l'assenza sia di rischio di *default* che di reinvestimento.

<sup>59</sup> Damodaran, Datastream, Reuters, ecc.

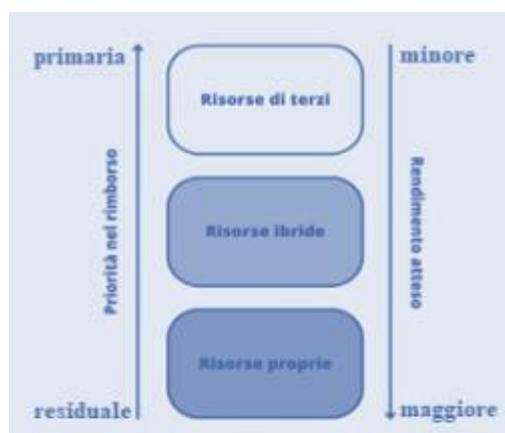
<sup>60</sup> Valore medio delle società inserite nel campione.

Al fine di determinare il beta del progetto, dunque, l'operazione di *relevering* avviene applicando la seguente formula:

$$\beta_L = \beta_U * [1 + (1 - t_{ires}) * D/E]$$

dove, in questo caso, il rapporto *debt/equity* fa riferimento alla specifica struttura del capitale ipotizzata per finanziare l'operazione in esame<sup>61</sup>. Le modalità di finanziamento del progetto, dunque, incidono in maniera significativa sul costo medio ponderato del capitale in quanto influenzano molteplici aspetti, dalla mera composizione del mix finanziario al costo delle singole fonti, che varia anche a seconda del relativo grado di seniority, come evidenziato anche dalla Guida MEF/RGS.

Figura 1 - Schema della relazione tra livello di seniority e costo della fonte



Fonte: MEF/RGS, cit., p. 22.

Uno degli elementi da tenere in maggiore considerazione nella scelta del costo del capitale riguarda il rispetto del cosiddetto *matching principle*, in base al quale è necessario garantire l'omogeneità tra i flussi di cassa analizzati e il tasso di attualizzazione utilizzato, soprattutto in relazione alla tipologia, all'imposizione fiscale, al profilo di rischio e all'inflazione, come ribadito anche dalla Guida MEF/RGS<sup>62</sup>.

### 3.6. 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 riguardare anche la "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

<sup>61</sup> In alcuni casi, è effettuata una ulteriore correzione del beta ottenuto con la formula di Blume, nel caso di progetti a medio-lungo termine, per ottenere un *beta adjusted*. La formula di Blume è:  $(\beta_L * 0,677) + 0,343$ . Tale correzione si basa sul presupposto che il beta di un'impresa, nel tempo, tenda a convergere verso quello del mercato, cioè a un valore pari a uno. Sul punto, si veda Blume, M.E. (1975), "Betas and their regression tendencies", *The Journal of Finance*, Vol. 30 No. 3, pp. 785-795; Elton, E.J., Gruber, M.J., Brown, S.J., & Goetzmann, W.N. (2009), *Modern portfolio theory and investment analysis*, John Wiley & Sons.

<sup>62</sup> Damodaran A. (2018), *The dark side of valuation. Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*, 3<sup>rd</sup> edition, Pearson Education.



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 investito<sup>63</sup>:

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

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*<sup>64</sup>. 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 durata<sup>65</sup> 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.

<sup>63</sup> 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.

<sup>64</sup> In questo caso, il tasso di attualizzazione sarà rappresentato dal costo del capitale proprio.

<sup>65</sup> 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.



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

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

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

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

In base alla formula sopra richiamata, giova sottolineare come, mentre il VAN è sensibile alle variazioni del tasso di attualizzazione utilizzato, il TIR risenta solo dell'ammontare e della tempistica dei flussi di cassa<sup>66</sup>. 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 TIR<sup>67</sup>.

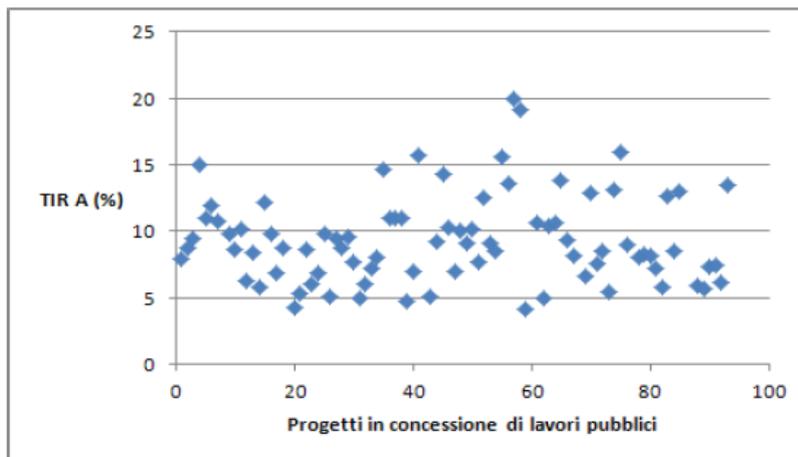
- Valore attuale netto (VAN) degli azionisti: si tratta di un indicatore atto a verificare la redditività in capo ai soci della società di progetto, la cui costruzione si presenta simile a quella analizzata per il VAN di progetto, tenendo in considerazione, tuttavia, non il *cash flow* operativo, ma quello relativo ai portatori di capitale proprio. Sul punto, le Linee guida MEF/ANAC suggeriscono di utilizzare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti, e non quelli relativi alla distribuzione di dividendi, smentendo alcuni orientamenti precedenti. 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.

<sup>66</sup> Il tasso di attualizzazione sarà utilizzato solo valore soglia, al di sotto del quale il TIR indicherà un investimento non redditizio.

<sup>67</sup> Kierulff, H. (2008), "MIRR: A better measure", *Business Horizons*, Vol. 51, No. 4, pp. 321-329.

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 è praticamente inesistente.

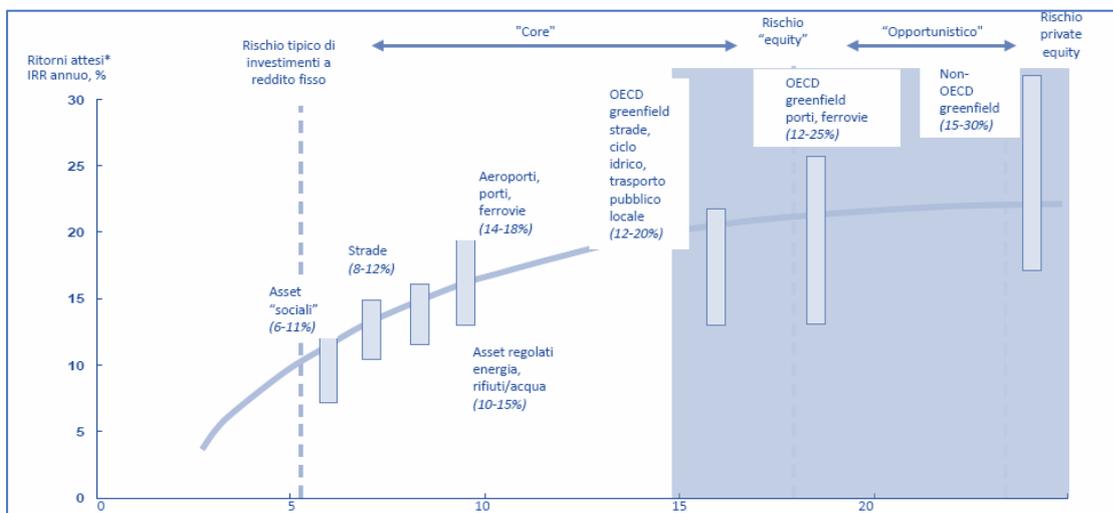
Figura 2 - Valore del TIR azionisti di un campione di contratti di PPP



Fonte: DIPE, cit.

Ad ogni modo, come meglio specificato di seguito, appare opportuno effettuare una valutazione che tenga conto almeno del settore di riferimento, dalla struttura dell'operazione e del profilo di rischio dell'investimento, come specificato nella figura seguente.

Figura 3 - Rapporto rischio/rendimento per settore e tipologia



Fonte: Anci-Ifel, "Il Piano Economico e Finanziario (PEF) e gli indici di redditività e bancabilità", Fidato, 2022, su dati JP Morgan; Deutsche Bank; Macquarie, McKinsey.



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

In relazione agli indicatori di redditività sopra richiamati, l'ANAC, nella prima versione delle Linee Guida, aveva stabilito la necessità che nelle operazioni di PPP l'equilibrio economico-finanziario è verificato nel momento in cui il VAN di progetto e degli azionisti fosse uguale a zero, implicando che il tasso interno di rendimento di progetto dovesse coincidere con il costo medio ponderato del capitale e il TIR degli azionisti dovesse essere uguale al costo dell'*equity*.

Nell'aggiornamento del 2023, tale impostazione è stata modificata, suggerendo che il valore attuale netto debba essere "prossimo" a zero<sup>68</sup>, seguendo la prospettiva già introdotta dallo schema MEF/ANAC del 2021, in base al quale *"l'Equilibrio economico e finanziario è assicurato quando il TIR di progetto tende al costo medio ponderato del capitale (WACC), sempre che il WACC sia stato correttamente calcolato e quando il VAN tende a zero"*<sup>69</sup>.

Una simile impostazione sembra potersi giustificare 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 formulazione puntuale e circostanziata potrebbe soggetta ad interpretazioni probabilmente troppo restrittive, sia dal punto di vista teorico in tema di *capital budgeting*, sia in relazione alle conseguenze pratiche e operative sulla fattibilità degli interventi.

Un orientamento più favorevole all'operatore privato trova conferma in 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"<sup>70</sup>. Tale orientamento sembra 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"<sup>71</sup>. 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

<sup>68</sup> "In generale e fermi i criteri e le buone pratiche definite dalle Autorità di regolazione competenti, l'equilibrio economico-finanziario è verificato quando, dato un tasso di congrua remunerazione del capitale investito, il valore attuale netto dei flussi di cassa del progetto (VAN del progetto) è prossimo a zero. Segnatamente, il PEF è in equilibrio quando il TIR dell'azionista è prossimo al costo atteso del capitale investito; il TIR di progetto è prossimo al Costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital - WACC); il VAN dell'azionista/di progetto è prossimo a zero".

<sup>69</sup> Una simile formulazione è elaborata anche in relazione al VAN degli azionisti.

<sup>70</sup> Feng K. et al. (2017), "Optimizing an Equity Capital Structure Model for Public-Private Partnership Projects Involved with Public Funds", *Journal of Construction Engineering and Management.*, Vol. 143, No. 9.

<sup>71</sup> 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 utilizzate<sup>72</sup>.

In relazione alla necessità di presentare un VAN prossimo a zero, oltre agli elementi fin qui analizzati, può tornare di utilità riportare 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'operazione<sup>73</sup>”. La pronuncia in questione, successiva all'emanazione delle Linee Guida n. 9 ANAC 2018, sembra almeno in parte attuire l'approccio restrittivo inizialmente 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 prossimo a zero equivale ad assumere un tasso interno di rendimento quasi pari al costo del capitale (sia di progetto che dei portatori di *equity*). 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 terze”*<sup>74</sup>. 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<sup>75</sup>.

Da quanto appena considerato, è possibile accogliere con favore la nuova e più flessibile impostazione delineata da ANAC e MEF/RGS, atteso che la richiesta *tout court* di un VAN pari a zero per tutte le operazioni di partenariato pubblico-privato, potenzialmente, avrebbe potuto presentare “effetti collaterali” significativi, 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.

---

<sup>72</sup> “Il partenariato pubblico-privato: normativa, implementazione metodologica e buone prassi nel mercato italiano” – Progetto EPAS, Marzo 2015, *cit.*

<sup>73</sup> TAR Lazio, sentenza n. 4374 del 19 aprile 2018.

<sup>74</sup> World Bank, “Do Regulation and Institutional Design Matter for Infrastructure Sector Performance?”, *Policy Research Working Paper*, 4378, Ottobre 2007.

<sup>75</sup> 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%; cfr. Ross, S.A. (1995), “Uses, abuses, and alternatives to the net-present-value rule”, *Financial Management*, Vol. 24 No. 3, pp. 96-102.



Il nuovo approccio consente di ipotizzare comunque un margine di flessibilità ed evidenzia una prospettiva maggiormente concreta e realistica, anche in relazione alla effettiva elaborazione del piano economico-finanziario<sup>76</sup>.

Ad ogni modo, oltre che l'importo del VAN, uno dei più rilevanti elementi di analisi, come accennato, può rinvenirsi nello *spread* tra il costo del capitale e il tasso interno di rendimento, sia di progetto che degli azionisti.

L'aggiornamento 2023 delle Linee guida n. 9 dell'ANAC ha ulteriormente ammorbidito l'impostazione iniziale, stabilendo che, nel caso in cui il valore attuale netto dovesse risultare positivo, pur facendo ipotizzare la presenza di margini di extra-redditività non implica la preclusione di utilizzo del PPP, atteso che *“queste situazioni devono essere attentamente valutate dalle amministrazioni”*. La stessa Guida MEF/RGS evidenzia che la mancanza di un mercato liquido di riferimento e la conseguente impossibilità di definire in modo assolutamente univoco il tasso di attualizzazione (che dovrebbe riflettere il rendimento di mercato) per ogni singolo progetto fanno sì che trascurabili deviazioni dal valore di equilibrio stimato positive per il concessionario (VAN positivo e TIR superiore al tasso di attualizzazione) *“non siano interpretabili necessariamente come ‘sovracompensazioni’ per l'operatore”*.

Sul punto, anche alla luce dei rischi connessi alle operazioni di PPP, è possibile ritenere che uno *spread* contenuto tra il tasso interno di rendimento e quello di attualizzazione possa essere ritenuto *“tollerabile”* da parte delle amministrazioni. Si consideri altresì che i principali elementi del piano economico-finanziario alla base della procedura (che sia ad iniziativa pubblica o privata), quali tariffe, canoni, ecc., saranno normalmente oggetto di punteggio in fase di gara: di conseguenza, laddove dovessero emergere dei margini particolarmente ampi per l'operatore economico, il mercato attrarrebbe più soggetti che verosimilmente proporranno dei ribassi sui valori in gara, riducendo la redditività per il privato. Proprio il ricorso al mercato e l'apertura alla libera concorrenza rappresentano la garanzia più significativa per evitare extra-profitti a favore del partner privato che non siano giustificati dal profilo di rischio dell'operazione. D'altro canto, soprattutto per i PPP a iniziativa privata, mostrare già in fase di proposta un VAN prossimo 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.

Inoltre, come in precedenza accennato, giova rimarcare come, in base alla definizione del nuovo Codice (art. 177, comma 5), oltre alla convenienza economica (redditività), ai fini dell'equilibrio è necessaria altresì la sussistenza delle condizioni di sostenibilità e bancabilità dell'iniziativa, che in alcuni casi potrebbe essere inficiata laddove le possibilità di remunerare l'investimento e il capitale investito siano eccessivamente esigue. Di conseguenza, l'abilità del redattore del PEF risiede proprio nella capacità di definire il giusto *trade-off* tra gli aspetti in questione, tenendo anche in considerazione che in molti casi,

---

<sup>76</sup> 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.



come rilevato in sede comunitaria, i *“PPP non hanno impedito al partner pubblico di avere un ottimismo eccessivo in merito alla domanda e all’utilizzo futuri dell’infrastruttura pianificata”*<sup>77</sup>: 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<sup>78</sup>.

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

Si è detto che le Linee Guida dell’Autorità, anche nell’aggiornamento 2023 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, 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”*<sup>79</sup>. 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

<sup>77</sup> Corte dei Conti Europea, *“Partenariati pubblico-privato nell’UE: carenze diffuse e benefici limitati”*, Relazione 09/2018.

<sup>78</sup> 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)”*. Si veda Contributo ABI alla consultazione sulle Linee Guida ANAC, supportato anche da altri *stakeholders*.

<sup>79</sup> 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’art. 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell’Unione europea (2016/C - 262/01).



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*<sup>80</sup>, 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*)<sup>81</sup>, 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:

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

L'utilizzo di tale indicatore appare coerente con la dottrina e le indicazioni provenienti dalle *best practices*, che suggeriscono di calcolare non un valore puntuale ma di verificare i valori medi e mediani di una serie di valutazioni diverse<sup>82</sup>. 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 appaltante<sup>83</sup>.

Se la concessione si qualifica per il trasferimento del rischio operativo dal concedente al concessionario, il piano è lo strumento mediante il quale tale fattispecie si attua concretamente all'interno del rapporto, la cui adeguatezza e sostenibilità deve essere valutata dall'amministrazione concedente alla luce delle discipline tecniche ed economiche applicabili e sulla base delle eventuali prescrizioni che la stessa amministrazione ha dettato con la *lex specialis* della procedura per la selezione del concessionario.

<sup>80</sup> Ehrhardt, M.C., Wachowicz, J.R. jr (2006), "Capital budgeting and Initial Cash Outlay (ICO) Uncertainty", *Financial Decisions*, Vol. 18 No. 1, pp. 1-16.

<sup>81</sup> 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.

<sup>82</sup> Sarmiento, J. (2010), "Do public-private partnerships create value for money for the public sector? The Portuguese experience", *OECD Journal on Budgeting*, Vol. 2010/1. APMG International, "The APMG Public-Private Partnership (PPP) Certification Guide", 2016; Guo, Y. et al. (2023), "Inclusion of "managing flexibility" valuations in the pricing of PPP projects: a multi-objective decision-making method", *Engineering, Construction and Architectural Management*.

<sup>83</sup> 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.



Di conseguenza, è necessaria un'accorta attività di pianificazione in fase di elaborazione del PEF, in quanto eventuali extra-costi dal fallimento delle ipotesi relative alla domanda del servizio erogato senza alcuna possibilità ricadranno sul concedente.

### **3.6.3. Il trattamento dell'inflazione**

Altro importante elemento da tenere in considerazione, al fine di garantire coerenza all'intera valutazione, è rappresentato dal trattamento dell'inflazione. È necessario, infatti, che il tasso di attualizzazione utilizzato sia omogeneo rispetto ai flussi di cassa considerati in relazione alle dinamiche inflative. La necessità di omogeneità tra i flussi analizzati e il tasso utilizzato emerge non solo sulla base di argomenti teorici ma anche per ragioni squisitamente pratiche: attualizzare cash flow nominali attraverso tassi reali genererebbe, erroneamente, un valore attuale di gran lunga maggiore rispetto a quello effettivo, portando a intraprendere investimenti che in realtà potrebbero non essere in realtà sostenibili. Al contrario, la situazione inversa (flussi reali attualizzati a tassi nominali) mostrerebbe importi inferiori rispetto a quelli corretti, inducendo il *decision maker* a rifiutare progetti che, invece, potrebbero generare valore<sup>84</sup>.

La Guida MEF/RGS suggerisce di non utilizzare necessariamente il tasso corrente, che in alcuni casi potrebbe inficiare l'attendibilità di un piano economico-finanziario che si estende su un arco temporale di svariati anni. Si pensi ai valori anomali riscontrati negli ultimi mesi a seguito del conflitto Russo-Ucraino e della crisi energetica, che hanno raggiunto picchi vicini al 10%: utilizzare tale dato per proiezioni di 15 o 20 anni genererebbe variazioni negli importi verosimilmente eccessive e poco realistiche per quel che riguarda l'andamento futuro delle variabili economiche e finanziarie alla base del progetto (canoni, tariffe, costi di manutenzione, costi per energia, e così via). Appare più corretto utilizzare una media dei valori storici (ad esempio degli ultimi 10 anni) o, in mancanza, attestarsi a un valore del 2%, che rappresenta la previsione più attendibile nel medio periodo, trattandosi dell'obiettivo che la BCE si pone come target per la propria politica monetaria<sup>85</sup>.

### **3.6.4. 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 interventi da parte della componente pubblica a supporto dell'operatore privato, che può avvenire con diverse modalità.

---

<sup>84</sup> Sul trattamento dell'inflazione si è soffermata anche la Guida MEF/RGS, che in primo luogo ribadisce la necessità di garantire l'omogeneità tra tassi e flussi, focalizzando l'attenzione sul fatto che, ad esempio, qualora un canone venisse calcolato azzerando il valore del progetto mediante un tasso di attualizzazione inflazionato (come normalmente avviene), ma allo stesso canone venisse poi applicato (nella documentazione contrattuale) un tasso indicizzato all'inflazione, tale elemento verrebbe conteggiato due volte, perché il canone iniziale stimato dal PEF, al quale applicare contrattualmente l'indicizzazione, sarebbe un canone nominale già comprensivo dell'inflazione per l'intera durata del progetto.

<sup>85</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.it.html#:~:text=Quantitative%20inflation%20target,inflation%20over%20the%20medium%20term.>



In base all'art. 177, comma 6, infatti, *“se l'operazione economica non può da sola conseguire l'equilibrio economico-finanziario, è ammesso un intervento pubblico di sostegno. L'intervento pubblico può consistere in un contributo finanziario, nella prestazione di garanzie o nella cessione in proprietà di beni immobili o di altri diritti”*. Tale norma, unitamente al successivo comma 7, introduce uno degli elementi di maggiore differenza rispetto al Codice del 2016, rimuovendo il precedente limite alla contribuzione pubblica, il cui importo non avrebbe dovuto essere superiore al 49% del valore dell'investimento. Inoltre, viene meno anche un ulteriore parametro che riduceva le possibilità di sostegno pubblico, relativo al fatto che gli immobili da poter concedere a titolo di “prezzo” erano solo quelli *“la cui utilizzazione sia strumentale e tecnicamente connessa all'opera affidata in concessione”*.

Il comma 7 della norma, dunque, rimarca la distinzione tra gli aspetti amministrativi, il trattamento del contratto e le valutazioni contabili dei contratti di concessione, stabilendo la legittimità di questi ultimi anche nel caso in cui il contributo pubblico rappresenti una quota maggioritaria del costo dell'investimento.

L'incidenza del “prezzo” rileva, fondamentalmente ai soli fini di contabilità pubblica, in relazione ai quali si applicano i contenuti delle decisioni Eurostat. In ogni caso, l'eventuale riconoscimento di un contributo pubblico, in misura superiore alla percentuale indicata nelle decisioni Eurostat e calcolato secondo le modalità ivi previste, non ne consente la contabilizzazione fuori bilancio.

Per quanto riguarda le modalità di erogazione del contributo<sup>86</sup>, le Linee Guida MEF/ANAC stabiliscono che lo stesso *“deve essere versato dal Concedente al Concessionario, rigorosamente a Stato d'avanzamento lavori (SAL) e il saldo a collaudo avvenuto”*. In ogni caso, la corresponsione del contributo non può mai essere scollegata o prescindere dall'effettiva realizzazione dell'opera o di parte di essa ovvero non proporzionata ai lavori realizzati in concreto, nel rispetto delle condizioni prestabilite di costruzione e manutenzione definite dal progetto e dai capitolati approvati.

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.

In definitiva, la possibilità di un supporto pubblico, nonché il suo ammontare, devono essere verificate alla luce degli indicatori che esprimono l'equilibrio economico-finanziario.

Per ciò che concerne la contribuzione pubblica, giova menzionare un recente provvedimento dell'ANAC, che ha chiarito alcuni aspetti molto significativi. Ancorché riferita al precedente Codice, la Delibera n. 432 del 20 settembre 2022 ha specificato che finanziamenti a fondo perduto di provenienza

---

<sup>86</sup> Ai fini di una valutazione puntuale in merito, si tenga presente che, sulla scorta di quanto previsto dalla Guida EPEC, il perimetro ampio di strumenti con i quali l'Amministrazione può partecipare al finanziamento del progetto è dato da: – Contributi a fondo perduto, riconosciuti dal Concedente prima, durante e alla fine della fase di Costruzione; – Prestiti al Concessionario; – Partecipazioni al capitale azionario della SPV o più in generale del Concessionario; – Garanzie prestate al Concessionario per facilitare l'ottenimento dei finanziamenti; e – Esenzioni per il Concessionario da alcune passività (imposte) specificatamente previste per il progetto.



euro-unitaria possono ritenersi esclusi dalle valutazioni in merito al “contributo pubblico” e al suo conteggio in relazione al limite del “prezzo”, in quanto destinati ad essere scomputati dalla quota di investimento. In caso di distinzione tra risorse europee a fondo perduto (*grants*) e prestiti onerosi soggetti a obbligo di restituzione da parte dello Stato italiano (*loans*), la predetta indicazione si applica esclusivamente alle prime. Si ritiene che tale impostazione possa essere traslata anche al nuovo Codice, con particolare riferimento all’art. 177, commi 6 e 7 e alla possibilità di mantenere l’opera al di fuori del bilancio della Pubblica Amministrazione.

Sul tema della suddetta delibera, in particolare, è lo stesso Manuale esplicativo del Regolamento SEC 2010<sup>87</sup> che chiarisce espressamente quanto deliberato dall’ANAC, precisando che la valutazione della contribuzione a copertura del costo di investimento da parte della P.A. deve escludere i contributi europei, i quali riducono il fabbisogno finanziario del progetto su base nazionale. Eurostat, dunque, esclude esplicitamente dal novero dei finanziamenti di enti pubblici ogni contributo a fondo perduto derivante da entità internazionali che siano il risultato di accordi intergovernativi destinati a soggetti non appartenenti alla Pubblica Amministrazione<sup>88</sup>.

---

## 4. 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 ad accertarne la permanenza periodicamente, per l’intera durata della concessione. In relazione alla necessità di monitoraggio costante, l’art. 175, comma 6, stabilisce che il Responsabile Unico del Procedimento (RUP) “*coordina e controlla, sotto il profilo tecnico e contabile, l’esecuzione del contratto, verificando costantemente il rispetto dei livelli di qualità e quantità delle prestazioni*”.

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:

1. i presupposti e le condizioni su cui si basa l’equilibrio economico-finanziario;
2. il prezzo eventualmente richiesto dal concessionario e le relative modalità di corresponsione;
3. i canoni che l’operatore privato è tenuto a corrispondere all’amministrazione aggiudicatarie;

---

<sup>87</sup> Eurostat, “Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA 2010”, 2022 edition.

<sup>88</sup> “In addition, if the government covers the majority of the construction (or refurbishment) costs via co-financing and co-funding, the asset will be on balance sheet for government. In both cases, EU grants are not taken into account for the calculation of the thresholds. [...] The assessment of the contribution of government and of the partner in the financing of the capital cost must exclude the EU grants”.



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 aggiudicatarie 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.

Per ciò che concerne le ipotesi di revisione del PEF, all'art. 192 del Codice si stabilisce che nel caso in cui si verificano *“eventi sopravvenuti straordinari e imprevedibili, ivi compreso il mutamento della normativa o della regolazione di riferimento, purché non imputabili al concessionario, che incidano in modo significativo sull'equilibrio economico-finanziario dell'operazione, il concessionario può chiedere la revisione del contratto nella misura strettamente necessaria a ricondurlo ai livelli di equilibrio e di traslazione del rischio pattuiti al momento della conclusione del contratto”*. In sede di revisione, non è consentito concordare modifiche che alterino la natura della concessione, o modifiche sostanziali che, se fossero state contenute nella procedura iniziale di aggiudicazione della concessione, avrebbero consentito l'ammissione di candidati diversi da quelli inizialmente selezionati o l'accettazione di un'offerta diversa da quella inizialmente accettata, oppure avrebbero attirato ulteriori partecipanti alla procedura di aggiudicazione della concessione.



In caso di mancato accordo sul riequilibrio del piano economico-finanziario le parti possono recedere e, in tal caso, al concessionario sarebbero rimborsati gli importi di cui all'art. 190, comma 4, lettere a) e b), a esclusione degli oneri derivanti dallo scioglimento anticipato dei contratti di copertura del rischio di fluttuazione del tasso di interesse, vale a dire:

- a) il valore delle opere realizzate più gli oneri accessori, al netto degli ammortamenti, oppure, nel caso in cui l'opera non abbia ancora superato la fase di collaudo, i costi effettivamente sostenuti dal concessionario;
- b) i costi sostenuti o da sostenere in conseguenza del recesso, ivi inclusi gli oneri derivanti dallo scioglimento anticipato dei contratti di copertura del rischio di fluttuazione del tasso di interesse.

Le Linee Guida MEF/ANAC, sul punto, ribadiscono che la procedura di revisione delle condizioni di equilibrio non è utilizzabile ogniqualvolta si verifichi un minimo scostamento degli indici di redditività, in quanto condizione necessaria per l'avvio di detta procedura, è il verificarsi di una delle fattispecie indicate nel contratto. Il concedente, pertanto, nella predisposizione della convenzione da allegare al bando di gara deve compiere una valutazione *ex-ante* degli eventi che possono incidere sull'equilibrio economico finanziario. In tal modo, si assicura un corretto trasferimento del rischio operativo, escludendosi la possibilità che la procedura di revisione del PEF possa essere avviata al verificarsi di qualunque evento che il concessionario valuti come "destabilizzante" dell'equilibrio della concessione.

A tale scopo, è possibile prevedere un *range* di oscillazione degli indicatori di equilibrio economico-finanziari, entro i quali non si procede alla rinegoziazione<sup>89</sup>.

La procedura in oggetto deve servire per riequilibrare (riportare) il PEF alla situazione antecedente all'evento, sia in relazione alla redditività che alla sostenibilità finanziaria. Ai fini del riequilibrio, devono essere modificati nel PEF solo quei valori (di costo e ricavo) che sono stati influenzati dall'evento che ha innescato la procedura di riequilibrio. Per ripristinare l'equilibrio economico e finanziario si può agire, *inter alia*, sui ricavi del progetto (anche se rappresentati da un canone di disponibilità), sul contributo a fondo perduto, sulla durata. In relazione alla durata, MEF e RGS, pur ammettendo la sua estensione come meccanismo di revisione, precisano che è sconsigliato aumentarne in modo eccessivo la durata.

Ad ogni modo, il contratto deve prevedere meccanismi che consentano di riequilibrare il PEF non solo a favore del concessionario ma anche, se del caso, a beneficio del concedente, mantenendo comunque a carico dell'operatore economico il rischio operativo dell'investimento.

---

<sup>89</sup> Es: la rinegoziazione avviene solo se la modifica riduce il TIR del progetto o dell'azionista di un valore superiore allo 0,5%.



#### **4.1. Temi e criticità attuali per il riequilibrio dei piani economico-finanziari tra Covid, crisi energetica e inflazione**

Anche nel caso in cui si verifichi un evento destabilizzante che abbia conseguenze negative per il concessionario, è necessario, ad ogni modo, valutare tutti gli effetti che tale avvenimento ha generato. Si pensi, ad esempio, a quanto avvenuto a causa dell'emergenza pandemica da Covid-19 che con le sue limitazioni ha generato chiusure e perdite di fatturato per molti concessionari in diversi settori (impiantistica sportiva, parcheggi, e così via). In tali circostanze, non si possono tenere in considerazione solo i mancati ricavi, bensì le conseguenze "nette" sulla gestione operativa degli eventi in questione, valutando tutti gli elementi più significativi che influenzano maggiormente la redditività e la sostenibilità finanziaria della concessione, tra cui, a titolo esemplificativo e non tassativo:

- costi di realizzazione delle opere (laddove non si tratti di mera concessione di servizi);
- oneri di gestione operativa (personale, utenze, manutenzioni, ecc.), che potrebbero aver subito una riduzione a causa dell'evento destabilizzante<sup>90</sup>;
- andamento del costo delle risorse finanziarie di terzi (analizzando, ad esempio, l'andamento dell'Euribor o dell'IRS rispetto al momento di presentazione iniziale del piano);
- andamento del costo dei mezzi propri (in tal caso, poiché la valutazione parte, ad esempio, dal valore del rendimento di un titolo *risk-free*, anche solo tale parametro potrebbe aver subito variazioni rilevanti);
- livello di imposizione fiscale;
- sostegni / agevolazioni pubbliche (si pensi, ad esempio, ai "ristori" erogati durante il Covid, alla cassa integrazione, al fondo di garanzia, a eventuali crediti di imposta, ecc.).

Di conseguenza, il riequilibrio, in qualsiasi forma esso avvenga (proroga, contributo in conto capitale, rimodulazione del canone, ecc.) non potrà estrinsecarsi in un mero ripristino di ricavi, ma dovrà tenere conto di tutti gli elementi gestionali, al fine di riportare il piano in equilibrio<sup>91</sup>. Ovviamente, l'elemento principale da analizzare sarà rappresentato dal bilancio di esercizio e dal bilancio contabile del concessionario, dal quale si potranno evincere gli elementi necessari alla revisione del PEF.

Il tema del riequilibrio ha trovato grande risonanza in seguito a ulteriori eventi destabilizzanti (conflitto Israele-Palestina, guerra Russo-Ucraina) che hanno dato vita a un inatteso incremento dei costi energetici, creando forti difficoltà, ad esempio, ai concessionari che gestiscono impianti di pubblica illuminazione, i quali hanno chiesto generalmente un riequilibrio e un aumento dei canoni destinato ad assorbire *tout court* l'aumento di tali oneri, considerandolo alla stregua di una mera indicizzazione.

---

<sup>90</sup> Si pensi a un impianto sportivo chiuso in fase di lockdown, che oltre a dover rinunciare agli introiti, evidentemente avrà sostenuto costi operativi inferiori (utenze, manutenzioni, ecc.).

<sup>91</sup> ANCI-IFEL, "Riequilibrio del piano economico finanziario di piscine e impianti sportivi pubblici a seguito di eventi destabilizzanti. Profili operativi", 2021.



Sul punto, è intervenuto anche il Nucleo di consulenza per l'Attuazione delle linee guida per la Regolazione dei Servizi di pubblica utilità (NARS) che, con parere N. R1 del 25 ottobre 2022, ha stabilito che l'aumento straordinario dei costi in oggetto rappresenta una causa legittima di riequilibrio a favore del concessionario, pur suggerendo una serie di accortezze nella redazione del nuovo PEF e nella modifica dell'atto convenzionale, in particolare a garanzia della corretta allocazione dei rischi tra le parti. Ad esempio, essendo presumibile che l'aumento straordinario dei prezzi non conserverà la medesima consistenza lungo tutto il periodo concessorio, il Nucleo ha ritenuto opportuno raccomandare di evitare impropri "effetti trascinalamento" di lungo periodo sul canone pagato dall'Amministrazione. Quest'ultima, inoltre, dovrà verificare la presenza nella fattispecie di eventuali misure di agevolazione, di possibili minori oneri, di eventuali swap assicurativi o di altri elementi che, a vario titolo, possono attenuare gli effetti sul concessionario dell'aumento generalizzato dei prezzi, al fine di tenerne conto nell'ambito della procedura di riequilibrio.

In definitiva, la procedura di revisione del PEF deve essere effettuata con grande cautela, tenendo in considerazione tutti gli elementi che possono incidere sull'equilibrio sia a favore che a sfavore del concessionario, verificando la documentazione contabile e rielaborando gli indicatori di redditività e bancabilità, al fine di continuare a garantire la corretta allocazione dei rischi.

#### **4.2. Il partenariato per l'attuazione del PNRR**

In base alle considerazioni fin qui elaborate, è possibile ritenere che il partenariato possa rappresentare anche uno strumento adeguato a impiegare in maniera efficace e tempestiva parte dei fondi di cui il Paese può disporre nell'ambito del PNRR.

In primo luogo, è possibile sfruttare risorse private per finanziare progetti che altrimenti non sarebbero realizzabili con le sole risorse pubbliche, rendendo anche più rapida la realizzazione delle opere, consentendo alle amministrazioni di rispettare gli obiettivi previsti dalla normativa europea ai fini dell'erogazione dei fondi. L'intervento degli operatori economici consente anche di generare un effetto moltiplicativo diretto dei capitali pubblici, atteso che il cofinanziamento da parte del soggetto privato rappresenta un elemento decisivo nei PPP. Il coinvolgimento di tali soggetti garantirebbe anche una tempistica di realizzazione più serrata, in quanto il partner privato ha tutto l'interesse a ultimare le opere in maniera rapida ed efficace, poiché da tale fattispecie dipende la sua remunerazione e il successo dell'iniziativa.

Altro elemento positivo riguarda la "qualità" della spesa, che deriva dalla succitata analisi di convenienza e fattibilità, necessaria per i progetti di PPP: valutare in fase di programmazione costi e benefici dell'operazione, le risorse a disposizione dell'ente, la corretta allocazione dei rischi, rappresenta una garanzia ai fini dell'efficacia della spesa e dell'impiego delle risorse pubbliche in progetti che abbiano una reale utilità, rispondano ai fabbisogni dei cittadini e siano gestiti in maniera efficiente, evitando la realizzazione di "cattedrali nel deserto" a cui troppo spesso abbiamo assistito in passato. Proprio la fase di gestione costituisce uno dei principali benefici del PPP, nell'ambito del quale è



possibile usufruire del *know how* dell'operatore economico, che avrà interesse a mantenere le opere in efficienza ed erogare il servizio in maniera adeguata, anche al fine di evitare le penali inserite nel contratto di partenariato.

Giova ricordare come, in base alla succitata Delibera ANAC 432/2022, il trattamento dei finanziamenti a fondo perduto e la loro esclusione dal novero della contribuzione pubblica, si applica anche agli interventi realizzati a valere su fondi PNRR, agevolando in tal modo anche il ricorso al partenariato.

---

## 5. Un modello di riferimento

In base alle considerazioni fin qui svolte, è possibile affermare che ai fini della adeguata implementazione di operazioni di partenariato, il piano economico-finanziario e la relativa relazione di accompagnamento debbano contenere almeno alcuni elementi fondamentali.

Oltre alla descrizione del progetto, è opportuno riportare il quadro economico con un'opportuna ripartizione tra costi di realizzazione delle opere, somme a disposizione e così via, anche ai fini dell'individuazione della corretta aliquota IVA da applicare.

Per quanto riguarda la gestione operativa, appare utile definire individuare i principali driver che influenzano sia i ricavi (es.: stima della domanda e dell'offerta, numero di utenti, tariffe, coefficienti di riempimento, percentuali di incasso, canone, ecc.) che i costi (es.: costi di manutenzione al mq., oneri energetici, costi per utente, livello di efficientamento delle opere, e così via). La definizione di tali parametri consentirà di automatizzare più facilmente il Piano, verificando l'impatto sui risultati di progetto delle variazioni dei principali elementi gestionali, oltre a rendere più agevole anche l'elaborazione di analisi di sensitività e di scenario ai fini della valutazione dei rischi. Oltre agli aspetti operativi, è opportuno esplicitare altresì le principali *assumptions* di tipo finanziario e la loro determinazione, tra cui è possibile evidenziare, a titolo esemplificativo:

- leva finanziaria e struttura del capitale;
- costo del debito *senior*;
- trattamento del finanziamento soci o altre fonti "ibride";
- costo dell'eventuale linea IVA o circolante;
- tasso *risk free*;
- beta;
- costo dell'*equity*;
- costo medio ponderato del capitale;
- trattamento dell'inflazione;
- meccanismo di ammortamento e valore residuo delle opere;



- eventuale contributo pubblico in conto “prezzo”;
- ipotesi connesse al ciclo del circolante<sup>92</sup>.

Una volta determinate le principali assunzioni connesse alla gestione operativa e finanziaria, è possibile procedere alla definizione degli *output* di progetto, esplicitando i flussi di cassa ed elaborando gli indicatori di redditività e sostenibilità finanziaria in precedenza menzionati.

Soprattutto per i progetti più complessi, i risultati così ottenuti potrebbero essere testati attraverso analisi di sensitività e di scenario che consentano di comprendere l’impatto sull’operazione e sull’equilibrio del PEF di eventuali modifiche nei principali dati di input, sia di tipo operativo (es.: riduzione del numero di utenti, incremento dei costi gestionali) che di tipo finanziario (es.: variazioni dei tassi di interesse, inflazione, ecc.).

In ultimo, nelle operazioni maggiormente significative, sarebbe opportuno elaborare delle specifiche considerazioni relative alla convenienza dell’utilizzo del PPP<sup>93</sup> rispetto ad una procedura di appalto tradizionale, tenendo in considerazione i principali dati economico-finanziari e la possibilità di trasferire al privato il rischio operativo dell’investimento.

---

## 6. Conclusioni

L’entrata in vigore del nuovo Codice, nonché i recenti 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.

Le operazioni in questione, ad ogni modo, rimangono certamente complesse e necessitano di particolare attenzione e di un approccio valutativo puntuale e specifico, per garantire 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 da MEF/RGS e dall’aggiornamento delle Linee Guida ANAC rispetto alle posizioni iniziali, soprattutto in relazione alla redditività che le operazioni di partenariato possono generare per l’operatore economico.

Sul tema, al di là degli aspetti puramente tecnici, appare opportuno adottare un approccio che riesca a trovare un corretto equilibrio tra i diversi attori, in modo da giungere a un’ottimale allocazione dei rischi, tutelando le risorse pubbliche, evitando speculazioni da parte di operatori privati e

---

<sup>92</sup> Soprattutto nel caso di operazioni “a canone”, le ipotesi di incasso devono essere omogenee rispetto a quanto indicato all’interno della convenzione.

<sup>93</sup> Eventualmente utilizzando strumento quali il succitato *Public Sector Comparator*.



massimizzando il *value for money* per la Pubblica Amministrazione per tutta la durata della concessione, anche attraverso una opportuna e costante attività di monitoraggio.

Tale *trade-off* può essere raggiunto in quanto, rispetto a una tradizionale procedura di appalto, lo strumento del partenariato consente di perseguire gli obiettivi individuati dalla P.A. grazie all'intervento dell'operatore privato, il quale avrà tutto l'interesse a effettuare l'investimento in tempi brevi e gestire il servizio (dal quale ricava la propria remunerazione) in maniera efficace ed efficiente. In tal modo, si realizza ciò che la letteratura internazionale, in relazione al classico rapporto *principal-agent*, definisce come "*interest alignment*"<sup>94</sup> tra i diversi soggetti coinvolti nell'operazione.

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 PEF nell'ambito delle iniziative di partenariato pubblico-privato: ciò significa che la predisposizione dell'offerta e del relativo piano economico-finanziario deve essere necessariamente supportata da un soggetto, come può essere il Professionista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, 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 PPP.

A tale proposito, è evidente che, laddove gli enti non dispongano al proprio interno delle competenze necessarie, dovranno opportunamente ricorrere a soggetti esterni (ad esempio in qualità di supporto al RUP), primi fra tutti i Commercialisti, che possono garantire elevati standard qualitativi oltre che il rispetto di stringenti norme di deontologia professionale, correttezza e trasparenza<sup>95</sup>.

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 la

---

<sup>94</sup> Cfr. Nyberg, A.J., Smithey Fulmer, I., Gerhart B. and Carpenter M.A. (2017), "Agency Theory Revisited: CEO Return and Shareholder Interest Alignment", *Academy of Management Journal*, pp. 1029-1049; Müller R. e Turner, J.R. (2005), "The impact of principal-agent relationship and contract type on communication between project owner and manager", *International Journal of Project Management*, Vol. 23, Issue 5, pp. 394-403; Gottschalg, O. e M. Zollo (2007), "Interest Alignment and Competitive Advantage", *Academy of Management Review*, Vol. 32, No. 2, pp. 418-437.

<sup>95</sup> Tali caratteristiche rendono il Commercialista una figura rilevante anche quale membro di commissione per la valutazione degli aspetti economico-finanziari da parte delle stazioni appaltanti.

## DOCUMENTO DI RICERCA

Linee guida per la redazione del piano economico-finanziario nelle procedure di partenariato pubblico-privato: aggiornamenti in base al nuovo codice e alla prassi recente



Consiglio Nazionale  
dei Dottori Commercialisti  
e degli Esperti Contabili

Fondazione  
Nazionale dei  
Commercialisti

RICERCA

mortalità degli interventi in partenariato, 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.

Un simile approccio, come detto, potrebbe essere applicato anche a progetti finanziati a valere sui fondi del PNRR, consentendo di aumentare non solo la quantità ma soprattutto la qualità della spesa, atteso che le iniziative di partenariato sono supportate da puntuali verifiche in materia di analisi dei fabbisogni, solidità economico-finanziaria dell'operazione e allocazione dei rischi. Un utilizzo maturo e consapevole del PPP potrebbe essere applicato a diversi interventi previsti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (si pensi alla digitalizzazione, all'efficientamento energetico, alle infrastrutture sanitarie, ai trasporti e così via), soprattutto alla luce delle tempistiche molto serrate che il Governo deve rispettare per l'impiego delle risorse in oggetto.

