

## PPP e PF: GLI ASPETTI ECONOMICI

Guida alla cooperazione pubblico-privato per infrastrutture e servizi.

Con il termine "equilibrio economico-finanziario" (fig. 1) di un investimento si intende il contemporaneo rispetto delle condizioni di "convenienza economica" e di "sostenibilità finanziaria".

Per convenienza economica (redditività) di un investimento si intende la capacità del progetto di creare valore nell'arco della durata di una concessione di costruzione e gestione e di generare un livello di redditività per il capitale investito, adeguato rispetto alle aspettative dell'investitore privato, vale a dire la capacità del progetto di garantire una remunerazione congrua del capitale di rischio.

Per sostenibilità finanziaria (bancabilità) si intende, invece, la capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso del prestito, vale a dire la capacità del progetto a far fronte alla copertura del servizio del debito, in un determinato anno o in riferimento all'intero periodo di rimborso del finanziamento contratto.

Entrambe le condizioni vengono verificate rispettivamente attraverso il calcolo di indici di redditività e bancabilità, facendo riferimento a diverse metodologie di valutazione di cui le più comunemente utilizzate sono i metodi di analisi del capital budgeting. Il metodo più diffuso è, in particolare, quello dei flussi monetari scontati (Discounted Cash Flow Method): si registrano e aggregano tutti gli effettivi esborsi o ricavi monetari generati dal progetto nell'arco di vita e si scontano i valori futuri con un appropriato fattore di sconto.

**Indici di redditività** - La valutazione della convenienza economica, espressa in termini di redditività,

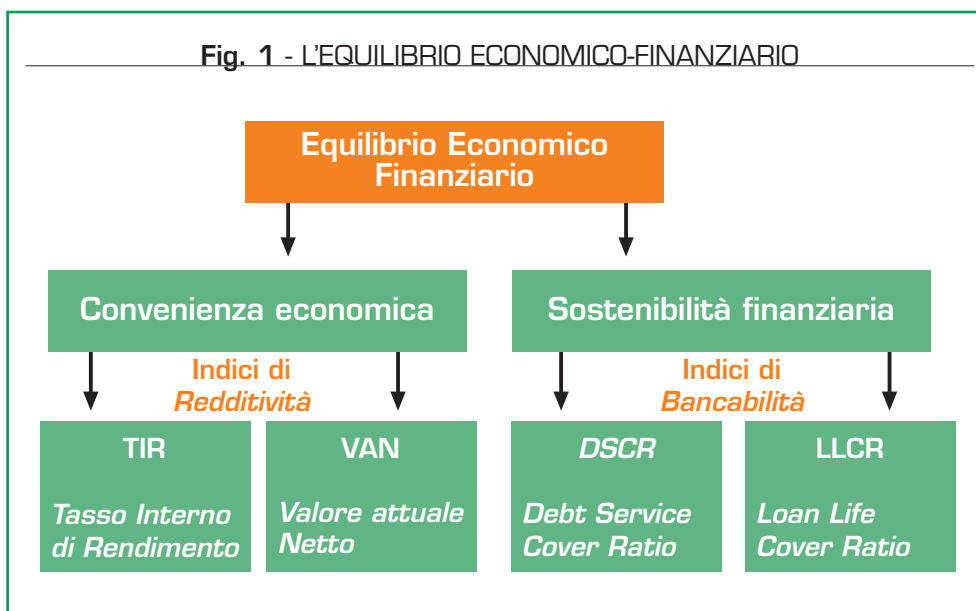
avviene facendo riferimento ai seguenti indici: il Valore Attuale Netto (VAN) e il Tasso Interno di Rendimento (TIR).

Il VAN è l'attualizzazione dei flussi di cassa e rappresenta il valore generato dall'investimento, espresso come se fosse immediatamente disponibile nell'istante in cui viene effettuata la valutazione, e che come tale deve essere maggiore a zero. Un VAN positivo indica la capacità del progetto di

ne confrontato con il tasso di sconto, la cui stima è un argomento molto dibattuto nella letteratura finanziaria, con diverse metodologie utilizzate per la sua determinazione. Quella più utilizzata in questo tipo di operazioni è la stima del tasso di sconto come costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital) che consente di ottenere un tasso di sconto riferito al progetto (WACC) e un tasso di sconto rife-

invece, gli indicatori di copertura del debito di riferimento sono: il Debt Service Cover Ratio (DSCR) e il Loan Life Cover Ratio (LLCR).

Il DSCR (indicatore di bancabilità del servizio del debito) è pari al rapporto, calcolato per ogni dato periodo dell'orizzonte temporale previsto per la durata dei finanziamenti, fra il flusso di cassa operativo generato dal progetto e il servizio del debito comprensivo di quota capitale e quota interessi.



generare flussi monetari sufficienti a ripagare l'esborso iniziale, remunerare i capitali impiegati nell'operazione e lasciare eventualmente risorse disponibili per altri ulteriori scopi.

Il TIR è quel tasso di sconto, utilizzato nel calcolo del VAN, che rende a zero il valore attuale dei flussi in entrata e uscita. Si distingue il "TIR Progetto", che esprime la redditività dell'investimento, e il "TIR Azionisti" che misura la redditività che gli azionisti riusciranno ad ottenere dal capitale proprio investito. Il valore di tali indici vie-

rito agli azionisti (Ke) che esprimerà il solo costo opportunità del capitale di rischio. Tali tassi esprimono la redditività minima richiesta al progetto e dagli azionisti, pertanto il valore degli indici del TIR di progetto e del TIR degli azionisti deve essere almeno uguale ai tassi di sconto così individuati, in quanto solo se è superiore è economicamente conveniente.

**Indici di bancabilità** - Per la sostenibilità finanziaria di un progetto, espressa in termini di bancabilità,

Un valore uguale o superiore all'unità rappresenta la capacità dell'investimento di liberare risorse sufficienti a coprire le rate del debito spettanti ai finanziatori.

Il LLCR (indicatore di bancabilità della vita del debito) è pari al rapporto tra il valore attuale netto dei flussi di cassa generati nel periodo di vita del finanziamento e il valore attuale del debito. Tale indicatore ha un'interpretazione meno immediata rispetto al DSCR, ma un valore superiore all'unità rappresenta una garanzia per i finanziatori e mette in evidenza la liquidità dopo

## Servizi per le P.A.

aver ripagato il debito.

Non esiste un livello standard con cui confrontare tali indici di copertura del debito poiché essi dipendono dai profili di rischio del progetto e alle garanzie fornite, maggiore è il rischio più è alto il livello richiesto, e generalmente i finanziatori richiedono un valore superiore ad uno quale margine di sicurezza.

### PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

L'analisi finanziaria e la verifica dell'equilibrio economico-finanziario avviene tramite l'aggregazione delle voci del bilancio d'esercizio in un piano di conti integrato e sviluppato su più esercizi prospettici: il "Piano Economico-Finanziario" (PEF). Nell'ambito di una concessione di costruzione e gestione la redazione del PEF è prevista come obbligatoria ai sensi dell'art. 143 c. 7 e dell'art. 153 c. 1 del DLgs 163/2006. Il PEF, strumento di pianificazione strategica e di valutazione reddituale, deve essere coerente e tradurre in termini monetari quanto riportato nella convenzione stipulata, o da stipulare, con il privato; vale a dire che è lo sviluppo numerico, negli anni del piano, pari alla durata della concessione, dei dati relativi al progetto e contenuti nella convenzione. È strutturato in un sistema di conti interdipendenti e per la sua predisposizione si individuano un insieme di ipotesi da utilizzare come base informativa per la costruzione degli schemi di "conto economico revisionale" (sintesi della redditività e del ciclo economico dell'investimento), dello "stato patrimoniale revisionale" (rappresentazione del patrimonio, delle fonti di capitale e degli investimenti effettuati nel nuovo progetto d'investimento) e del "piano revisionale dei flussi di cassa" (cash flow) generati dall'investi-

mento. Tale ultimo piano riporta le entrate e le uscite monetarie che si prevede deriveranno dalla gestione del nuovo progetto di investimento, considera pertanto il ciclo finanziario dell'investimento e la capacità o meno dell'iniziativa di sostenere con le risorse a sua disposizione le uscite previste e, quindi, l'esistenza o meno dell'equilibrio monetario in relazione sia alla fase di costruzione che di gestione. Permette di individuare la disponibilità o il fabbisogno di denaro in cassa alla fine di ciascun periodo temporale di riferimento, affinché si possano predisporre le azioni necessarie per fronteggiare i periodi di maggiore carenza di liquidità.

Per una corretta elaborazione del PEF è necessaria un'approfondita analisi dei dati di input, la cui definizione e successione negli anni del piano sono tra gli aspetti più complessi. Essi sono ad esempio: le ipotesi di gestione operativa (ricavi operativi, costi operativi, utenze, tariffe ecc.), la quantificazione degli ammortamenti, le fonti di finanziamento, le ipotesi fiscali e quelle relative alla tempistica e tecniche, nonché le ipotesi di gestione finanziaria, sulle riserve e sul capitale circolante, e così via.

### LE FONTI DI FINANZIAMENTO

Un investimento in PPP può essere finanziato ricorrendo alle seguenti fonti di finanziamento:

- capitale proprio (i.e. equity), distinto in azioni ordinarie, azioni speciali e prestito soci;
- capitale di debito, nelle sue varie forme quali il mutuo e le obbligazioni;
- capitale intermedio, quale forma ibrida di finanziamento con le caratteristiche del capitale proprio e del capitale di debito in termini di rischio e di costo: si distingue in debito mezzanino (forma di debito

subordinato versato da investitori selezionati che spesso sconta tassi più elevati), obbligazioni convertibili, azioni privilegiate e di risparmio e obbligazioni ad alto rendimento;

- contribuzione pubblica, nelle forme di contributi a fondo perduto, integrazione dei ricavi, canoni di disponibilità e canoni di servizi.

Il debito massimo sostenibile in un'operazione di PPP varia in funzione della rischiosità del progetto e della capacità del progetto analizzato di generare flussi di cassa adeguati a garantire il rimborso del debito e la redditività per l'azionista. Per determinare il debito massimo sostenibile è necessario procedere alla costruzione del piano dei flussi di cassa in grado di evidenziare la disponibilità o il fabbisogno di denaro in cassa alla fine di ciascun periodo temporale di riferimento. Generalmente le operazioni in PF presentano una struttura finanziaria in cui il rapporto debito - equity è generalmente pari a 75/25.

In merito al finanziamento di un investimento in PPP attraverso una contribuzione pubblica sono necessarie alcune precisazioni. Il contributo pubblico, a titolo di prezzo, viene erogato dall'amministrazione concedente per assicurare al concessionario il perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione in relazione alla qualità del servizio da prestare. Questo avviene "qualora al concessionario venga imposto di praticare nei confronti degli utenti prezzi inferiori a quelli corrispondenti alla remunerazione degli investimenti e alla somma del costo del servizio e dell'ordinario utile di impresa, ovvero qualora sia necessario assicurare al concessionario il perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione in relazione alla qualità del servizio da presta-

re" (art. 143 c. 4 Codice dei contratti 163/2006). Vale a dire che nei casi in cui la gestione economica dell'infrastruttura non sia sufficiente da sola a garantire l'equilibrio economico-finanziario dell'investimento e della connessa gestione è prevista la partecipazione finanziaria della PA attraverso il contributo pubblico.

In tal caso è importante effettuare l'analisi e la valutazione della "congruità del contributo pubblico" sulla base dell'analisi finanziaria che evidenzia se il contributo pubblico è in grado di garantire la bancabilità e la redditività del progetto e degli azionisti. Poiché la finalità del contributo pubblico è di garantire l'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione, il confronto degli indici di redditività e bancabilità, con o senza contribuzione pubblica, indica il livello ottimale del contributo pubblico affinché si possa intervenire per apportare le necessarie modifiche. Se da tali analisi si evince che il contributo è troppo basso o alto per il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario, la PA può decidere di modificarlo.

Generalmente non esiste un livello ottimale di erogazione dell'eventuale contributo pubblico più conveniente per la PA, in quanto ogni progetto presenta delle caratteristiche proprie. È compito della PA saper valutare correttamente il livello di contribuzione pubblica al fine di ottimizzare le risorse finanziarie pubbliche da destinare allo sviluppo infrastrutturale, destinando tali risorse verso quella tipologia di infrastrutture che più necessitano di contribuzione pubblica. ●

*(I contenuti del presente articolo, testi ed immagini, sono in parte un'elaborazione dell'autore, ed in parte estratti dai documenti dell'Unità Tecnica Finanza di Progetto, utilizzabili con obbligo di citazione della fonte).*

### PPP e PF: GLI ASPETTI ECONOMICI