



Pf, così la Pa può valutare se il contributo pubblico è adeguato all'investimento

È possibile misurare la congruità della quota di risorse pubbliche necessaria a sostenere un progetto di Ppp. Due gli indici da prendere in considerazione.

La carenza di risorse pubbliche da destinare alla realizzazione di infrastrutture tende a indirizzare le amministrazioni verso forme di partenariato pubblico-privato (Ppp) che permettono il coinvolgimento di soggetti privati per il finanziamento, la realizzazione e la gestione di nuove opere pubbliche.

Nella maggioranza dei casi l'amministrazione anche in un'operazione di Ppp partecipa finanziariamente, attraverso la corresponsione di una contribuzione pubblica, alla realizzazione e gestione delle infrastrutture. Esiste un problema di stima della determinazione del livello ottimale di contribuzione tale da garantire l'equilibrio economico-finanziario degli investimenti.

Si tratta in particolare del tasso interno di rendimento del progetto e del tasso interno di rendimento degli azionisti. I due valori vanno confrontati con i tassi di sconto riferiti al progetto e agli azionisti.

I vincoli di bilancio sempre più stringenti impongono alle amministrazioni una gestione efficiente delle risorse finanziarie da destinare alla realizzazione delle infrastrutture pubbliche e la ricerca di alternative alle forme tradizionali di finanziamento. Tra le opzioni disponibili, quella del ricorso a forme di collaborazione pubblico-private («Partenariato pubblico-privato

– Ppp»), avvalendosi dello strumento project financing («Pf»), appare in grado di consentire il giusto apporto di risorse pubbliche, garantendo nel contempo una gestione orientata all'efficienza per un arco temporale di medio-lungo periodo.

Allo stato attuale, l'equilibrio economico-finanziario di un investimento secondo schemi di Pf viene garantito anche attraverso l'erogazione di quota di risorse pubbliche nella forma di contributo. La pubblica amministrazione è, quindi, chiamata a predisporre l'intero complesso di analisi e valutazioni finalizzato a determinare il valore ottimale di tale contributo.

La tendenza sopra indicata, peraltro, ormai in atto, pone, però, nuove problematiche che le amministrazioni non sempre sono in grado di poter affrontare e risolvere. Centrale a questo proposito risulta essere la determinazione della congruità del contributo pubblico da erogare per la realizzazione delle infrastrutture.

Una riflessione di questo tipo deve necessariamente basarsi su un approccio operativo, mutuato dalle tecniche di capital budgeting, in grado di supportare l'amministrazione nel processo di stima del livello ottimale di contributo da erogare.

La domanda che si pone è, dunque, quale sia la metodologia più utile alle amministrazioni per valutare correttamente la congruità del contributo pubblico rispetto alla



capacità di redditività che l'infrastruttura stessa presenta attraverso il suo sfruttamento gestionale.

Il contributo pubblico

L'attuale quadro legislativo prevede che l'amministrazione possa intervenire finanziariamente al fine di garantire l'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione secondo uno schema che può così essere sintetizzato (■ vedi box a lato):

- contributi in conto capitale, a parziale copertura finanziaria del costo complessivo d'investimento;

- contributi in conto esercizio, a integrazione dei ricavi d'esercizio o nella forma di canoni riferiti ai livelli di qualità e di efficienza del servizio erogato dalla connessa gestione dell'infrastruttura;

- contributi caratterizzati dalla cessione in proprietà o diritto di godimento di beni immobili nella disponibilità dell'amministrazione concedente la cui utilizzazione sia strumentale o connessa all'opera da affidare in concessione, nonché di beni immobili che non assolvono più a funzioni di interesse pubblico.

L'equilibrio economico-finanziario

Con il termine equilibrio economico-finanziario deve intendersi il contemporaneo rispetto sia delle condizioni di convenienza economica che di sostenibilità finanziaria dell'investimento dove:

- convenienza economica («redditività») sta a significare la capacità del progetto di creare valore nell'arco di 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;

- sostenibilità finanziaria («bancabilità») sta a significare la capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti attivati.

Per quanto riguarda la convenienza economica, al fine di poter valutare la misura della redditività di un'iniziativa in Pf occorre predisporre il calcolo di specifici indici di redditività sulla base dei flussi di cassa generati dalla gestione dell'infrastruttura di nuova realizzazione.

Tale attività di analisi si concretizza nel calcolo di due specifici indici di redditività, in particolare:

- il tasso interno di rendimento del

progetto («Tir di progetto») che esprime in termini percentuali, la redditività di un investimento sulla base di una serie di uscite di cassa iniziali e di successivi flussi di cassa positivi;

- il tasso interno di rendimento degli azionisti («Tir azionisti») che misura la redditività che gli azionisti riusciranno a ottenere dal capitale proprio investito nel progetto.

A questo punto il valore di tali indici viene sottoposto a confronto con delle opportune misure di raffronto (tassi di sconto). Senza entrare nel merito della scelta del tasso di sconto da utilizzare, il valore degli indici deve essere almeno uguale ai tassi di sconto individuati e in particolare al tasso di sconto riferito al progetto (Tspr) e al tasso di sconto riferito agli azionisti (Tsaz). Questi tassi esprimono, pertanto, da un lato la redditività minima richiesta al progetto e dall'altro, quella richiesta dagli azionisti.

Per quanto riguarda la sostenibilità finanziaria dell'investimento, questa viene rappresentata dagli indici di copertura del debito («cover ratio»), che misurano la capacità del progetto di far fronte al servizio del debito in un determinato anno o in riferimento all'intero periodo di rimborso del finanziamento contratto. Ci si riferisce, in particolare al:

- Debt service cover ratio («Dscr») pari al rapporto tra il flusso di cassa del progetto (al netto delle imposte) in un dato anno e il servizio del debito totale dell'anno (quota capitale e quota interessi);

- Loan life cover ratio («Llcr») 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.

Il valore degli indici calcolati viene confrontato con i valori medi richiesti dagli istituti finanziari per questo tipo di operazioni per poter esprimere un giudizio sui

COME REMUNERARE IL CONCESSIONARIO

In base all'articolo 19, comma 2, della legge 109/1994 «Qualora necessario il soggetto concedente assicura al concessionario il perseguimento dell'equilibrio economico-finanziario degli investimenti e della connessa gestione in relazione alla qualità del servizio da prestare, anche mediante un prezzo, stabilito in sede di gara. A titolo di prezzo, i soggetti aggiudicatori possono cedere in proprietà o diritto di godimento beni immobili nella propria disponibilità, o allo scopo espropriati, la cui utilizzazione sia strumentale o connessa all'opera da affidare in concessione, nonché beni immobili che non assolvono più a funzioni di interesse pubblico, già indicati nel programma di cui all'articolo 14, ad esclusione degli immobili ricompresi nel patrimonio da dismettere ai sensi del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410».



profili di bancabilità dell'investimento. Tale analisi non può, però, prescindere da una valutazione complessiva della durata massima del periodo di rimborso del debito indicata mediamente dagli istituti finanziatori per questo tipo di operazioni nonché del rispetto della struttura finanziaria ottimale del progetto (si veda la figura qui sotto).

Conclusioni

Alla luce delle considerazioni emerse, rimane compito delle amministrazioni saper valutare correttamente il livello ottimale di contributo pubblico da destinare alla costruzione e gestione di infrastrutture da realizzarsi in Pf. Tale attività permette di ottimizzare le risorse finanziarie pubbliche da destinare allo sviluppo infrastrutturale destinandole verso quella tipologia di infrastrutture che più di altre necessitano di contribuzione pubblica.

Con le dovute cautele, la metodologia suggerita consente una prima valutazione della congruità del contributo pubblico per quelle iniziative proposte:

- dall'amministrazione nella fase di programmazione delle opere pubbliche e nelle operazioni di Pf a iniziativa pubblica ex articolo 19 della legge 109/1994;

- da soggetti privati nelle operazioni di Pf a iniziativa privata ex articolo 37-bis della legge 109/1994.

L'utilizzo delle metodologie di valutazione illustrate comporta la predisposizione di una serie di stime da porre a confronto con valori medi di mercato. Si fa esplicito riferimento, in particolare, alle strutture finanziarie tipo, ai valori dei *cover ratio* richiesti dagli Istituti finanziatori, alle stime utilizzate per il tasso di sconto e infine ai livelli di rischio tipici del settore nel quale si colloca ciascuna infrastruttura oggetto di valutazione.

Va peraltro detto che tali analisi non possono prescindere dai risultati di approfondimento preliminari (studi di fattibilità, analisi dei rischi, public sector comparator e value for money) da effettuare in fase di programmazione per la scelta della modalità (appalto, leasing immobiliare, Ppp ecc.) più efficace per realizzare un progetto di investimento infrastrutturale.

**Gabriele Ferrante
Pasquale Marasco**

Componenti Unità tecnica Finanza di progetto - Cipe

