



**PROVINCIA DI SAVONA
STAZIONE UNICA APPALTANTE SUA.SV
PER CONTO DELL'ISTITUTO MAGISTRALE STATALE
"Edmondo De Amicis" di Cuneo (CN).**

Via Sormano, 12 - 17100 SAVONA

Telefono 019/83131 – Fax 019/8313269

E-mail: sua.sv@provincia.savona.it Internet: www.provincia.savona.it

[Pec:sua.sv@pec.provincia.savona.it](mailto:sua.sv@pec.provincia.savona.it)

ALLEGATO B



AFFIDAMENTO IN CONCESSIONE DELLA GESTIONE DI DISTRIBUTORI AUTOMATICI DI
BEVANDE CALDE E FORNITURA DI ALIMENTI FRESCHI SU ORDINAZIONE PRESSO
L'ISTITUTO MAGISTRALE STATALE "EDMONDO DE AMICIS" DI CUNEO (CN)

-

LINEE GUIDA PER LA PREDISPOSIZIONE DEL
PIANO ECONOMICO FINANZIARIO SEMPLIFICATO



Il presente documento ha lo scopo di fornire le specifiche tecniche minime che devono informare la redazione del PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO SEMPLIFICATO (di seguito PEF) allegato alla proposta di Partenariato Pubblico-Privato connesso all'affidamento in concessione della gestione della gestione di DISTRIBUTORI AUTOMATICI DI BEVANDE CALDE E FORNITURA DI ALIMENTI FRESCHI SU ORDINAZIONE presso l'Istituto Magistrale Statale "Edmondo De Amicis" di Cuneo (CN).

Le tabelle, i prospetti, le formule e le descrizioni di cui è richiesta la compilazione o il calcolo secondo gli esempi, i modelli e le raccomandazioni fornite, sono considerati presupposti per la redazione di un PEF che fornisca informazioni significative, rilevanti, verificabili e neutrali.

Resta, in ogni caso, nella discrezionalità dei proponenti presentare prospetti contenenti tutte le informazioni richieste, ma tuttavia differenti per formattazione rispetto alle linee guida.

Nel caso in cui alcuni dei documenti, calcoli o descrizioni richieste non rilevino o non vi sia la materiale possibilità di elaborazione, il proponente dovrà darne dettagliata motivazione. La SUA si riserva di valutare l'effettiva impossibilità di predisposizione e l'adeguatezza delle motivazioni addotte.

Si precisa che eventuali dati numerici riportati negli esempi, hanno scopo puramente esemplificativo e, pertanto, non è possibile ricercare alcuna coerenza tra tabelle teoricamente collegate.

1 – PREMESSE

1.1 – Concetti generali

L'articolo 185 del Codice dei Contratti che definisce i criteri di aggiudicazione dei Contratti di Concessione, al comma 5 stabilisce che prima di assegnare il punteggio alle offerte economiche la commissione aggiudicatrice deve verificare l'adeguatezza e la sostenibilità del PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO (di seguito **PEF**). Tale elaborato è infatti fondamentale per consentire all'ente concedente di verificare, in via previsionale, diversi fattori fondamentali per valutare il corretto utilizzo degli strumenti di PPP per la realizzazione di un'opera o la gestione di un servizio.

Tra gli elementi ritenuti imprescindibili in una proposta, ai fini delle suddette valutazioni, si ricordano:

- il costo degli investimenti;
- il valore complessivo della concessione;
- la durata della concessione;
- la struttura delle fonti di finanziamento da utilizzare per la realizzazione del progetto;
- i risultati economici;
- il costo del personale;
- modalità di ammortamento delle opere realizzate ed eventuale valore residuo;
- la gestione IVA;
- la gestione dell'imposizione fiscale diretta;
- le previsioni patrimoniali;

- i flussi di cassa;
- la redditività complessiva del progetto;
- la redditività dei portatori di equity;
- la sostenibilità del debito;
- la ripartizione dei rischi;
- la necessità di un contributo pubblico.

Da quanto evidenziato si comprende quale sia la centralità del ruolo del PEF nelle operazioni di PPP e quanto esso rappresenti un documento essenziale ai fini dell'offerta. In tal senso, pertanto, lo stesso deve essere redatto in maniera attendibile e deve essere specifico con riferimento alla concessione al quale è correlato.

In questa ottica, anche se il trasferimento del rischio operativo a carico del concessionario è di per sé connaturato al contratto concessorio, qualora un PEF non esponga informazioni neutrali e imparziali e non detteli in maniera puntuale i costi e i ricavi prevedibili, lo stesso non consentirà una corretta valutazione dell'allocazione dei rischi, delle condizioni di equilibrio economico-finanziario e conseguentemente delle capacità del concessionario di garantire la qualità del servizio offerto in corso di rapporto.

La funzione del piano economico-finanziario è quella di dimostrare la concreta capacità del proponente 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.

1.2 – Struttura del PEF

Il la struttura del PEF deve contenere una SEZIONE INTRODUTTIVA DESCRITTIVA DEL PROGETTO E UNA SEZIONE DI SVILUPPO DELLE COMPONENTI ECONOMICO-FINANZIARIE.

La SEZIONE DESCRITTIVA deve sviluppare i seguenti argomenti:

- a) *la presentazione del proponente;*
- b) *una sintesi del progetto;*
- c) *la contestualizzazione del progetto;*
- d) *una disamina del settore in cui il progetto si inserisce;*
- e) *una descrizione delle strategie di mercato e aziendali perseguite in corso di gestione.*

La SEZIONE DI SVILUPPO DELLE COMPONENTI ECONOMICO-FINANZIARIE deve contenere l'analisi previsionale delle seguenti componenti:

- a) *gli investimenti;*
- b) *le modalità di finanziamento;*
- c) *la struttura dei costi e dei ricavi;*
- d) *i prospetti economici e patrimoniali;*
- e) *gli indici di redditività e bancabilità.*

Per ogni tabella o prospetto contenuto nel PEF è, altresì, richiesta una descrizione che ne illustri il contenuto e ne evidenzi l'origine dei dati in essi riportati.

1.3 – Finanziamento delle concessioni. Corporate Financing e Project Financing.

Nella Relazione di accompagnamento al Codice dei Contratti (pagina 202) è stabilito che il contratto di concessione può essere finanziato «*sia in corporate financing, sia in project financing*».

Come noto nel CORPORATE FINANCING i finanziamenti vengono concessi a seguito della valutazione dell'equilibrio economico-finanziario dell'impresa e degli effetti su tale equilibrio dei nuovi investimenti realizzati e dei nuovi debiti contratti. Diversamente nel PROJECT FINANCING i finanziamenti vengono concessi in base alla valutazione dell'equilibrio economico-finanziario di uno specifico progetto imprenditoriale legato ad un determinato investimento, giuridicamente ed economicamente indipendente dalle altre iniziative delle imprese che lo realizzano.

Negli affidamenti di concessioni in CORPORATE FINANCING, quindi, non si attua una separazione giuridica ed economica della gestione della concessione rispetto alle altre attività del concessionario.

Pertanto, anche se è possibile individuare e calcolare (nel PEF) i flussi di cassa specifici della concessione, non si ottiene l'isolamento giuridico degli stessi. La gestione della concessione segue le sorti dell'attività complessiva del concessionario.

2 – INVESTIMENTI E FINANZIAMENTO

2.1 – Cronoprogramma investimenti e finanziamenti

Il cronoprogramma investimenti e finanziamenti deve esporre la sequenza temporale degli investimenti previsti dalla proposta e la contestuale e coerente indicazione delle fonti di finanziamento (indebitamento, prestiti soci, equity, ecc.).

2.2 – Descrizione e costo degli investimenti

Il valore complessivo degli investimenti rappresenta uno degli elementi fondamentali per la valutazione della proposta perché da esso è desumibile il reale impegno del proponente nell'ambito della concessione e il concreto vantaggio per la comunità di riferimento.

In relazione a ciascun intervento strutturale o comunque di investimento (immobile, impianto, attrezzatura di rilievo, ecc.), dovranno essere specificati i seguenti elementi:

- a) relazione dettagliata degli investimenti proposti evidenziando la destinazione e i tempi di realizzazione;
- b) quadro economico aggiornato ai tariffari in vigore per i lavori e le opere;
- c) riferimenti ai listini prezzi o preventivi per tutti gli altri beni mobili o attrezzature;
- d) aliquota IVA applicata ai singoli investimenti con specifica dei casi di agevolazione;

2.3 – Costo dell'indebitamento. Rinvio.

Con riferimento all'ottenimento di finanziamenti per le spese di investimento occorre, per

ciascuna tipologia (indebitamento o prestito soci) dare evidenza dell'ammontare complessivo previsto, della durata, del metodo di ammortamento adottato, del tasso d'interesse e dei costi accessori.

2.4 – Costo dell'equity. Rinvio.

Nelle valutazioni d'azienda uno dei modelli più diffusi per la determinazione del costo del Capitale Proprio o Equity è il Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Con riferimento alle modalità di determinazione del costo dell'Equity, tenuto conto della tipologia e il valore economico dell'affidamento oggetto di queste linee guida, si dà atto della possibilità, in alternativa al CAPM, di rilevare il parametro dai siti specializzati che li definiscono per categorie di imprese e per i vari settori presenti nella zona di riferimento.

A mero titolo esemplificativo, alla pagina web di Aswath Damodaran (professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University) è possibile ottenere dati statistici molto utili per la definizione semplificata del costo dell'Equity di una determinata tipologia di impresa.

Nel link https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrate seguendo nella tabella DISCOUNT RATE ESTIMATION → COSTS OF CAPITAL BY INDUSTRY SECTOR → EUROPE si ottiene il download di un file excel che espone i citati dati approssimativamente calcolati statisticamente per i settori industriali europei.

3 – VALORE DELLA CONCESSIONE

Il calcolo del valore della concessione è effettuato nel rispetto delle prescrizioni di cui al comma 1 dell'articolo 179 del Codice dei Contratti in base al quale: *«Il valore di una concessione 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 lavori e servizi.»*

I dati rilevanti a tal fine sono quelli dedotti dalle sezioni del PEF relative agli investimenti per quanto riguarda i lavori e dal Conto Economico per quanto riguarda il valore del fatturato per i servizi prestati.

4 – DURATA DELLA CONCESSIONE

4.1 – Premesse e normativa di riferimento.

La durata delle concessioni deve essere opportunamente calibrata in termini tali da poter garantire al concessionario il recupero del capitale investito senza che con ciò sia eliso il rischio operativo trasferito allo stesso. La Direttiva 2014/23/UE, da un lato, evidenzia la necessità che la durata della concessione sia limitata, al fine di evitare la preclusione dell'accesso al mercato, dall'altro, stabilisce il principio in base al quale la durata delle concessioni ultraquinquennali, definita dal committente in ragione delle attività oggetto di affidamento, non debba superare il periodo di tempo in cui si può ragionevolmente prevedere che il concessionario recuperi gli investimenti

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. In linea con la normativa europea l'articolo 178 del Codice dei Contratti Pubblici stabilisce che “*Per le concessioni ultraquinquennali la durata massima della concessione 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.*”

Il PEF allegato alla proposta di affidamento deve, pertanto, essere strutturato e sviluppato per un periodo di durata della concessione che rispetti in maniera rigorosa il dettato normativo dei commi 1, 2 e 3 dell'articolo 178 del Codice dei Contratti.

4.2 – Recupero degli investimenti e ritorno sul capitale investito.

Il PEF connesso ad una proposta di affidamento di un contratto di concessione deve esporre indici di sostenibilità economica e finanziaria che diano evidenza del fatto che la durata ipotizzata sia quella necessaria al raggiungimento dell'obiettivo di recuperare l'investimento realizzato e ottenere un adeguato ritorno sul capitale investito coerentemente con le indicazioni di cui al precedente paragrafo 2.4 in tema di redditività dell'equity.

La dimostrazione della durata minima necessaria per l'ottenimento del citato obiettivo tiene conto, altresì, di qualsiasi onere economico a carico del concessionario, necessario al perseguimento degli obiettivi contrattuali. In tal senso, pertanto, dovranno essere considerati gli ulteriori investimenti realizzabili in costanza di contratto e gli eventuali obblighi assunti in termini di qualità, prezzo o standard di sostenibilità ambientale.

4.3 – Discounted Payback Period (DPBP).

La puntuale determinazione del periodo di rientro dell'investimento è rappresentata dall'intervallo di tempo necessario per il recupero dell'uscita monetaria dovuta all'investimento iniziale attraverso i flussi di cassa attesi derivanti dal progetto (*cut off period*).

A supporto dei calcoli e delle verifiche necessarie a determinare una durata congrua ai sensi del citato articolo 178 del Codice dei Contratti, è richiesto il calcolo del c.d. “metodo del recupero” (*payback method*) e nello specifico dell'indicatore **DPBP** (*Discounted Payback Period*).

La premessa di base del metodo del recupero è che, più rapidamente si recupera il costo di un investimento, più desiderabile è l'investimento. Pur fornendo un dato parziale – non evidenziandosi con esso anche il tempo necessario all'ottenimento di un adeguato ritorno sul capitale investito – il DPBP fornisce, comunque, un'informazione rilevante ai fini della veridicità, della trasparenza e della comparabilità delle proposte.

In apposita sezione l'indicatore dovrà essere calcolato sulla base di quanto esemplificato alla TABELLA 3 dove il periodo di recupero dell'investimento è individuato circa al mese di novembre del sesto anno:

TABELLA - 3

ANNO	Flusso Cassa Investimenti	Flusso Cassa Gestione Corrente	Flussi attualizzati
	<i>FCI</i>	<i>FCGC</i>	
0	-100.000,00		-100.000,00
1		17.000,00	15.740,74
2		19.000,00	16.289,44
3		21.000,00	16.670,48
4		25.000,00	18.375,75
5		25.000,00	17.014,58
6		30.000,00	18.905,09
7		31.000,00	18.088,20
8		31.000,00	16.748,34
9		31.000,00	15.507,72
10		31.000,00	14.359,00
		261.000,00	167.699,32

<i>FCI</i>	100.000,00
$\sum_{t=1}^n \frac{FCGC_t}{(1+i)^t}$	167.699,32
<i>n</i>	10
<i>i</i>	8,00%

$$DPBP = \frac{FCI}{\frac{\sum_{t=1}^n \frac{FCGC_t}{(1+i)^t}}{n}} = 5,96 = 5 \text{ anni e } 11 \text{ mesi}$$

dove:

- *FCI* flusso di cassa connesso agli investimenti;
- *FCGC* flusso di cassa della gestione corrente (flussi cassa prima del CAPEX);
- *i* tasso utilizzato per l'attualizzazione del flusso di cassa operativo (WACC);
- *n* anni di durata della concessione;

Come si può notare dalla formula il flusso di cassa attualizzato è considerato al denominatore come media di tutti i flussi del periodo concessorio. Questa prescrizione ha lo scopo di evitare che, al fine di determinare un periodo di recupero più lungo, i flussi di cassa maggiori siano artificialmente traslati in avanti incrementando di conseguenza il *cut off period* degli investimenti.

I dati del calcolo devono, ovviamente, essere inseriti nella formula in maniera coerente a quanto contenuto nel Rendiconto Finanziario, nel Cronoprogramma investimenti e finanziamenti e nella sezione dedicata agli indici di sostenibilità economica e finanziaria. Sarà cura del proponente adattare lo schema ai casi di concessioni che prevedano sia investimenti iniziali, sia investimenti in corso di concessione.

5 – RISULTATI ECONOMICI PROSPETTICI

5.1 – Premesse

La determinazione dei risultati economici prospettici rappresenta l'attività più importante e complessa per la costruzione del PEF. Si tratta, infatti, di un ipotizzare una sequenza di costi e ricavi riferiti ad un arco temporale di medio e lungo termine, che determinano l'implementazione di altri prospetti fondamentali quali Stato Patrimoniale, Rendiconto Finanziario, Liquidazioni IVA e, infine, indici di sostenibilità economica e finanziaria. Nel Conto Economico, sebbene alcuni dati di costo possano considerarsi abbastanza certi in quanto derivanti da investimenti e indebitamento (es. ammortamenti e interessi passivi), la maggior parte dei dati, sia di costo che di ricavo, sono evidentemente frutto di valutazioni e congetture legate ad un ipotetico andamento del *core business* connesso alla concessione oggetto della proposta. Sulla base di tali assunti, assume un ruolo fondamentale la fonte dei dati posta alla base delle ipotesi formulate.

5.2 – Fonte dei dati

Nella costruzione dei Conti Economici il proponente dovrà indicare in apposita sezione una dettagliata ed esaustiva indicazione dell'origine dei dati. In generale, quindi, per qualsiasi concessione occorre, prima di implementare i prospetti di Conto Economico, dimostrare l'attendibilità dei dati successivamente inseriti.

Nel caso di proposte riferite alla concessione di strutture già esistenti e operanti o comunque a concessioni già in corso, è evidente che un ruolo fondamentale sarà affidato ai dati pregressi. In tali casi dovranno essere utilizzati i dati rilevati dai documenti contabili riferiti, quanto meno, agli ultimi 5 anni eventualmente integrati:

- da ipotesi connesse agli eventuali miglioramenti strutturali che amplino l'offerta e migliorino l'attrattiva del servizio rispetto al passato;
- da previste modifiche del bacino d'utenza legate a variazioni del mercato di riferimento (es. nuove aperture o chiusure di strutture simili);
- valutazioni demografiche e statistiche incidenti sul bacino d'utenza.

Nel caso di proposte riferite alla concessione di opere da realizzarsi *ex novo* o, seppur già esistenti, non affidate in precedenza in concessione e comunque, in tutti i casi in cui non siano disponibili dati pregressi, occorrerà dare conto delle **attività di benchmarking** effettuate e delle preventive analisi di scenario riferite a:

- prodotti/servizi connessi alla concessione;
- utenza di destinazione;
- valutazioni demografiche e statistiche;
- situazione del mercato di riferimento;
- presenza e dimensione dei competitors;
- posizionamento strategico dell'attività oggetto di concessione.

In nessun caso il proponente potrà sinteticamente riferirsi a studi, progetti, dati statistici o

benchmarking forniti da terzi (studi di consulenza, associazioni di categoria, ecc.) senza una corretta e dettagliata esplicitazione del contenuto degli stessi che dia conto quanto sopra elencato.

5.3 – Dettaglio dei dati di costo e ricavo

In generale per qualsiasi tipo di concessione i valori di costo e di ricavo, specialmente quelli variabili in relazione ai volumi di utenza, dovranno essere disaggregati al fine di poterne valutare le modalità di calcolo seguite.

Con riferimento alle attività c.d. *core business* dovranno essere esplicitate le tipologie di utenza, tipologia e frequenza dei servizi, i prezzi praticati per singolo servizio e tutti gli elementi che servano a dimostrare la correttezza delle previsioni riferite alle voci di ricavo più rilevanti. Per questi ricavi è richiesta un'apposita tabella excel in modalità aperta secondo le specifiche fornite al successivo **CAPITOLO 10**.

Con riferimento alle principali voci di costo contenute nei prospetti di Conto Economico è richiesta una dettagliata disamina del loro contenuto e delle modalità di determinazione dei totali. Gli accantonamenti a fondi rischi e le spese per la manutenzione ordinaria e straordinaria devono essere adeguatamente giustificati e calcolati secondo corrette pratiche aziendalistiche. Anche per le voci di costo più rilevanti è richiesta un'apposita tabella excel in modalità aperta secondo le specifiche che fornite al successivo **CAPITOLO 10**.

5.4 – Indicizzazione di costi e ricavi

Le voci di ricavo e di costo hanno un andamento variabile lungo la durata della concessione e tale andamento dipende dalla tipologia di ricavo/costo ai quali vengono applicati i relativi coefficienti volti all'indicizzazione. È richiesta, pertanto, nel contesto della relazione al PEF un'analisi delle voci di costo e ricavo evidenziando (quando possibile anche per gruppi omogenei) le modalità di indicizzazione ritenute più congrue. A mero titolo di esempio si riportano di seguito le più comuni modalità di indicizzazione:

- *Costi energia* *Prezzo Unico Nazionale (PUN);*
- *Costi GAS* *Punto di Scambio Virtuale (PSV);*
- *Ricavi da tariffazione* *Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI);*
- *Costi manutenzioni* *Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI);*
- *Costi del personale* *Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI);*
- *Costi amministrativi* *Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI);*

5.5 – Regime e aliquote IVA

La corretta definizione del regime IVA e delle aliquote applicate risulta fondamentale nella definizione dei flussi di cassa e nell'applicazione del pro-rata di detraibilità con riferimento alle attività svolte nell'ambito della concessione oggetto di proposta.

Nei prospetti di conto economico in apposita colonna a fianco di ciascuna tipologia di costo e ricavo esposta, dovrà essere indicato il regime IVA al quale sottostanno, distinguendo tra operazioni imponibili, esenti e escluse (e eventualmente non imponibili). Con riferimento alle operazioni imponibili dovrà essere indicata anche l'aliquota applicabile distinguendo, quindi, tra aliquota ordinaria e aliquote agevolate.

5.6 – Conto Economico scalare

I valori di costo e ricavo determinati secondo le modalità di cui ai paragrafi precedenti sono esposti in un prospetto di Conto Economico Scalare esemplificato alla **TABELLA – 4**.

TABELLA - 4

RICAVI	IVA	2025	2026	2027	2028	2029	2030
RICAVI da servizi <i>alfa</i>	E	50.000	70.000	100.000	102.000	104.040	106.121
RICAVI da servizi <i>beta</i>	10%	60.000	80.000	140.000	142.800	145.656	148.569
RICAVI da servizi <i>gamma</i>	22%	80.000	100.000	250.000	255.000	260.100	265.302
TOTALE RICAVI	A	190.000	250.000	490.000	499.800	509.796	519.992
COSTI	IVA	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Stipendi Lordi	FC	70.000	71.400	104.000	106.080	108.202	110.366
Contributi a carico ditta	FC	22.400	22.848	33.200	33.864	34.541	35.232
TFR	FC	5.185	5.289	7.704	7.858	8.015	8.175
COSTI per servizi <i>delta</i>	22%	50.000	70.000	100.000	102.000	104.040	106.121
COSTI per servizi <i>epsilon</i>	10%	45.000	60.000	90.000	91.800	93.636	95.509
COSTI per acquisti <i>zeta</i>	FC	10.000	10.200	10.404	10.612	10.824	11.041
IVA INDETRAIBILE	FC	11.974	13.552	14.898	6.453	6.582	6.714
TOTALE COSTI	B	214.559	253.289	360.206	358.667	365.840	373.157
MARGINE OPERATIVO LORDO	A - B	-24.559	-3.289	129.794	141.133	143.956	146.835
ACCANTONAMENTI		5.000	4.000	3.000	2.000	2.000	2.000
AMMORTAMENTI		5.400	9.900	18.900	18.900	18.900	18.900
INTERESSI SU MUTUI			10.000	9.000	8.000	7.000	6.000
UTILE ANTE IMPOSTE		-34.959	-27.189	98.894	112.233	116.056	119.935
Imposte IRAP		10.000	10.200	10.404	10.612	10.824	11.041
Imposte IRES		1.000	1.020	1.040	1.061	1.082	1.104
UTILE NETTO		-45.959	-38.409	87.450	100.560	104.149	107.790

Come in precedenza evidenziato a fianco alla descrizione del costo o del ricavo dovrà essere indicato il trattamento ai fini IVA indicando semplicemente la percentuale per le operazioni imponibili e ad esempio “FC” per le operazioni escluse e “E” per le operazioni esenti.

La sequenza dei valori di costo e di ricavo deve tenere conto delle ipotesi incrementali di indicizzazione definite dal proponente. In egual misura occorrerà tenere conto di ogni ulteriore modifica della struttura iniziale dei costi o dei ricavi legata a eventi particolari o straordinari di cui occorrerà dare conto nella parte descrittiva a margine del prospetto.

5.7 – Conto Economico a Valore Aggiunto

Gli stessi valori che hanno implementato il prospetto del Conto Economico Scalare devono essere utilizzati per la formazione del Conto Economico a Valore Aggiunto come esemplificato alla **TABELLA – 5**.

TABELLA - 5		2025	2026	2027	2028	2029	2030
RICAVI da servizi alfa		50.000	70.000	100.000	102.000	104.040	106.121
RICAVI da servizi beta		60.000	80.000	140.000	142.800	145.656	148.569
RICAVI da servizi gamma		80.000	100.000	250.000	255.000	260.100	265.302
VALORE DELLA PRODUZIONE	A	190.000	250.000	490.000	499.800	509.796	519.992
COSTI per servizi delta		-50.000	-70.000	-100.000	-102.000	-104.040	-106.121
COSTI per servizi epsilon		-45.000	-60.000	-90.000	-91.800	-93.636	-95.509
COSTI per acquisti zeta		-10.000	-10.200	-10.404	-10.612	-10.824	-11.041
IVA INDETRAIBILE		-11.974	-13.552	-14.898	-6.453	-6.582	-6.714
COSTI ESTERNI	B	-116.974	-153.752	-215.302	-210.865	-215.082	-219.384
VALORE AGGIUNTO	VA A - B	73.026	96.248	274.698	288.935	294.714	300.608
COSTI DEL PERSONALE		-97.585	-99.537	-144.904	-147.802	-150.758	-153.773
MARGINE OPERATIVO LORDO	MOL	-24.559	-3.289	129.794	141.133	143.956	146.835
ACCANTONAMENTI		-5.000	-4.000	-3.000	-2.000	-2.000	-2.000
EARNINGS BEFORE INTERESTS, TAXES DEPRECIATION AND AMORTIZATION	EBITDA	-29.559	-7.289	126.794	139.133	141.956	144.835
AMMORTAMENTI		-5.400	-9.900	-18.900	-18.900	-18.900	-18.900
REDDITO OPERATIVO	EBIT	-34.959	-17.189	107.894	120.233	123.056	125.935
IMPOSTE FIGURATIVE SU EBIT		-12.100	-12.342	-12.589	-12.841	-13.097	-13.359
NET OPERATING PROFIT AFTER TAXES	NOPAT	-47.059	-29.531	95.305	107.392	109.958	112.575
ONERI FINANZIARI (<i>Interessi passivi su mutui</i>)		0	-10.000	-9.000	-8.000	-7.000	-6.000
SCUDO FISCALE DEL DEBITO		1.100	1.122	1.144	1.167	1.191	1.214
UTILE NETTO		-45.959	-38.409	87.450	100.560	104.149	107.790

Il conto economico a Valore Aggiunto è uno dei documenti più importanti nel contesto del PEF in quanto, partendo dal calcolo del valore della produzione ottenuta, determina i seguenti fondamentali risultati intermedi:

- **VALORE AGGIUNTO;**
- **MOL** (*marginale operativo lordo*)
- **EBITDA** (*earnings before interests, taxes depreciation and amortization*);
- **EBIT** (*reddito operativo*);
- **NOPAT** (*net operating profit after taxes*);
- **UTILE NETTO.**

Il **VALORE AGGIUNTO** rappresenta l'incremento di valore che i beni e i servizi acquisiti all'esterno hanno subito per effetto del processo produttivo svolto dall'impresa con l'utilizzo di fattori interni (personale e strutture fisse). Esso deriva dalla differenza tra IL VALORE DELLA PRODUZIONE e il COSTO DEI FATTORI PRODUTTIVI esterni consumati nella produzione.

Il **MOL** (*marginale operativo lordo*) è un indicatore di redditività che esprime il reddito conseguito da un'azienda relativamente alla sola gestione caratteristica. Dal MOL vengono quindi esclusi gli interessi attivi e passivi (gestione finanziaria), le imposte (gestione fiscale) e tutte le voci di costo e

ricavo a cui non corrisponde una manifestazione finanziaria, quali gli accantonamenti, gli ammortamenti e le svalutazioni.

Nella pratica il MOL viene spesso assimilato all'**EBITDA** ossia all'utile prima degli interessi, delle tasse e degli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali, ma i due margini esprimono grandezze diverse. La differenza tra il MOL e l'EBITDA è rappresentata dagli **accantonamenti** che nell'EBITDA vengono dedotti e quindi considerati nel calcolo mentre nel MOL vengono trattati al pari degli ammortamenti e non considerati. Tale impostazione trova la sua *ratio* nella considerazione che, anche se i costi per accantonamenti non hanno una manifestazione monetaria nell'esercizio che si sta analizzando, se correttamente contabilizzati, molto probabilmente comporteranno uscite di cassa negli esercizi futuri, nel momento in cui si dovesse verificare l'evento per il quale sono state accantonate le risorse. In tal senso, quindi, il valore dell'EBITDA può essere inferiore rispetto al MOL e quindi condurre ad una stima più prudentiale del potenziale flusso di cassa operativo.

L'**EBIT** è definito anche come Risultato Operativo e rappresenta il risultato della gestione aziendale prima che vengano considerati gli interessi e le tasse. È un margine che misura il profitto aziendale derivante dalla sola gestione tipica-caratteristica.

Ultimo risultato intermedio richiesto, prima dell'**UTILE NETTO**, lo si ottiene rettificando l'EBIT attraverso il calcolo del **NOPAT** ossia rideterminando il valore delle imposte e calcolandole sul solo risultato operativo. Si tratta del calcolo delle cosiddette imposte figurative e consiste essenzialmente nel considerare le maggiori imposte che si avrebbero non tenendo conto della deducibilità degli oneri finanziari netti.

5.8 – Quadro ammortamenti

In apposito prospetto il proponente deve dare evidenza del quadro complessivo delle quote di ammortamento riferite alle immobilizzazioni acquisite e immesse nel ciclo produttivo. Sono ammesse anche aggregazioni per beni omogenei. A margine del prospetto occorre dare evidenza del calcolo della quota di ammortamento fiscalmente deducibile al fine di evidenziare la significatività della differenza tra i valori civilistici-aziendali e quelli fiscali.

La seguente **TABELLA – 7** rappresenta un esempio di prospetto ammortamenti a cui fare riferimento.

TABELLA - 7

DESCRIZIONE IMMOBILIZZAZIONE	ANNO	COSTO	QUOTE DI AMMORTAMENTO					
			2025	2026	2027	2028	2029	2030
TOTALE AMMORTAMENTO ANNUO			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TOTALE AMMORTAMENTO ANNUO DEDUCIBILE FISCALMENTE			0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

5.9 – Manutenzioni ordinarie e straordinarie

Con riferimento alle spese per manutenzioni ordinarie e straordinarie è richiesta una descrizione che ne evidenzi la periodicità e ne dettagli il contenuto.

Trattandosi di contratti di lunga durata è, infatti, 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.

Il costo delle manutenzioni dovrà essere esposto in un prospetto simile a quello di cui alla **TABELLA 8** che ovviamente dovrà riconciliarsi con i prospetti economici e patrimoniali.

TABELLA - 8

MANUTENZIONI ORDINARIE	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Immobile Alfa						
Impianto Beta						
Attrezzatura Delta						
TOTALE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
MANUTENZIONI STRAORDINARIE	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Immobile Alfa						
Impianto Beta						
Attrezzatura Delta						
TOTALE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

5.10 – Costo del personale

Uno degli elementi più rilevanti ai fini delle verifiche di attendibilità e veridicità dei PEF è rappresentato dal costo del personale. Una ponderata valutazione *ex ante* della forza lavoro che andrà a svolgere le mansioni necessarie alla fornitura dei servizi, è alla base di un realistico calcolo dell'equilibrio economico-finanziario di qualunque progetto di investimento e gestione.

In questo senso è richiesta, pertanto, una dettagliata esposizione del numero e della qualifica

dei dipendenti o collaboratori che, a qualsiasi titolo, saranno impiegati all'interno del progetto proposto.

6 – STATO PATRIMONIALE

È richiesta al proponente la predisposizione di uno Stato Patrimoniale coerente con quanto riportato in tutti i prospetti indicati nei paragrafi precedenti. Anche in questo caso, ferma restando la struttura di cui alla **TABELLA - 15**, possono essere aggiunti elementi patrimoniali che, in base alla propria struttura aziendale, siano di ritenuti di interesse o utili alla comprensione.

TABELLA - 15

ATTIVO	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CREDITI VERSO SOCI A	0	0	0	0	0	0
<i>Immobilizzazioni Materiali</i>						
<i>Immobilizzazioni Immateriali</i>						
TOTALE IMMOBILIZZAZIONI B	0	0	0	0	0	0
<i>Rimanenze</i>						
<i>Crediti verso Clienti</i>						
<i>Crediti verso Erario</i>						
<i>Disponibilità Liquide</i>						
TOTALE ATTIVO CIRCOLANTE C	0	0	0	0	0	0
<i>Ratei Attivi</i>						
<i>Risconti Attivi</i>						
TOTALE RATEI E RISCONTI D	0	0	0	0	0	0
TOTALE ATTIVITÀ	0	0	0	0	0	0

PASSIVO	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<i>Capitale Sociale</i>						
<i>Riserva Legale</i>						
<i>Riserva Statutaria</i>						
<i>Utili Portati a nuovo</i>						
<i>Perdite portate a nuovo</i>						
<i>Risultato d'Esercizio</i>						
TOTALE PATRIMONIO NETTO A	0	0	0	0	0	0
<i>Fondo per rischi diversi</i>						
TOTALE FONDI PER RISCHI E ONERI B	0	0	0	0	0	0
TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO LAVORO SUBORDINATO C	0	0	0	0	0	0
<i>Debiti finanziari a medio-lungo termine</i>						
<i>Debiti verso soci per finanziamenti</i>						
<i>Debiti verso fornitori</i>						
<i>Altri debiti di natura operativa</i>						
<i>Debiti verso erario</i>						
DEBITI D	0	0	0	0	0	0
<i>Ratei passivi</i>						
<i>Risconti passivi</i>						
RATEI E RISCONTI E	0	0	0	0	0	0
TOTALE PASSIVITÀ	0	0	0	0	0	0

7 – RENDICONTO FINANZIARIO

Il Rendiconto Finanziario implementato dai prospetti economici, dalle operazioni di investimento e dai connessi flussi di finanziamento, dai movimenti monetari della gestione IVA e dallo stato patrimoniale, rappresenta un documento fondamentale per la valutazione delle condizioni di equilibrio di un PEF che dimostri la convenienza economica e la sostenibilità finanziaria di una proposta di investimento e gestione.

Pur nella consapevolezza della presenza in dottrina, nel mondo accademico e presso ordini professionali e associazioni di categoria di una svariata casistica di forme di rendicontazione finanziaria, si richiede al proponente di predisporre il prospetto di rendiconto finanziario secondo il modello riportato alla **TABELLA - 17** senza omettere alcuno dei risultati intermedi (considerati contenuto minimale).

TABELLA - 17

			2025	2026	2027	2028	2029	2030	
NET OPERATING PROFIT AFTER TAXES			-47.059	-29.531	95.305	107.392	109.958	112.575	
AMMORTAMENTI E ACCANTONAMENTI	Ammortamenti	+	0	0	0	0	0	0	
	Accantonamenti	+	5.000	4.000	3.000	2.000	2.000	2.000	
FLUSSO CASSA OPERATIVO LORDO			-42.059	-25.531	98.305	109.392	111.958	114.575	
FLUSSI IVA	IVA su vendite	+	23.600	30.000	69.000	70.380	71.788	73.223	
	IVA su acquisti	-	-45.500	-48.400	-73.000	-31.620	-32.252	-32.897	
	IVA indebitabile già sottratta in NOPAT	+	11.974	13.552	14.898	6.453	6.582	6.714	
	Versamento IVA	-			-10.898	-45.213	-46.117	-47.040	
VARIAZIONI CCN	Variazione CCN	- / +							
VARIAZIONI TFR	TFR accantonato	+	5.185	5.289	7.704	7.858	8.015	8.175	
	TRF utilizzato	-							
FLUSSO CASSA GESTIONE CORRENTE			-46.800	-25.090	106.009	117.250	119.973	122.751	
CAPEX	Uscite per investimenti	-	-180.000	-150.000	-300.000	0	0	0	
	Entrate per disinvestimenti	+							
FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (flussi unlevered)			FCFO	-226.800	-175.090	-193.991	117.250	119.973	122.751
GESTIONE FINANZIARIA	Proventi finanziari	+							
	Oneri finanziari	-							
GESTIONE FINANZIAMENTI	Risorse proprie (Equity)	+	180.000	0	0	0	0	0	
	Finanziamenti Soci	+	0	0	0	0	0	0	
	Finanziamenti Terzi (Debt)	+	0	150.000	300.000	0	0	0	
FLUSSO DI CASSA AL SERVIZIO DEL DEBITO			FCFD	-46.800	-25.090	106.009	117.250	119.973	122.751
SERVIZIO DEL DEBITO	Scudo Fiscale del debito	+	1.100	1.122	1.144	1.167	1.191	1.214	
	Rimborso Finanziamenti Soci	-		-30.000	-31.000	-32.000	-33.000	-34.000	
	Rimborso Finanziamenti Terzi	-							
	Interessi su Mutui	-		-10.000	-9.000	-8.000	-7.000	-6.000	
FLUSSO DI CASSA PER AZIONISTI (flussi levered)			FCFE	-45.700	-63.968	67.154	78.418	81.164	83.965
FLUSSI AZIONISTI	Restituzione Equity	-	0	0	0	0	0	0	
	Dividendo distribuito	-	0	0	0	0	0	0	
FLUSSO DI CASSA NETTO			-45.700	-63.968	67.154	78.418	81.164	83.965	
SALDO CASSA			-45.700	-109.668	-42.514	35.903	117.067	201.032	

Con riferimento ai risultati intermedi esposti nella **TABELLA - 17** si precisa che per l'Ente

concedente i flussi denominati **FCFO**, **FCFD** e **FCFE** assumono i seguenti significati:

1. **FCFO** (*flusso di cassa operativo – flussi unlevered*) è quello generato tenendo conto della sola gestione operativa dell'azienda e della sua attitudine a remunerare il capitale proprio e quello di terzi. Si calcola sommando algebricamente il valore del CAPEX al FLUSSO DI CASSA DELLA GESTIONE CORRENTE ma escludendo il saldo della gestione finanziaria, i versamenti di equity, il finanziamento dei soci, l'indebitamento, lo scudo fiscale del debito, il rimborso dei finanziamenti gli oneri finanziari sull'indebitamento, la restituzione dell'equity e la remunerazione degli azionisti;
2. **FCFD** (*flusso di cassa disponibile per il servizio del debito*) è rappresentato dai flussi disponibili per la restituzione delle quote dei prestiti (soci e terzi) secondo i piani di ammortamento, per il rimborso dell'equity e per la remunerazione degli azionisti.
3. **FCFE** (*flusso di cassa per azionisti – flussi levered*) è quello che risulta sommando algebricamente ai flussi FCFO il saldo della GESTIONE FINANZIARIA, il saldo della GESTIONE FINANZIAMENTI, il saldo del SERVIZIO DEL DEBITO. In altri termini, è dato dalle risorse che residuano dopo aver fatto fronte al fabbisogno finanziario e aver remunerato tutti i fattori produttivi. Nella pratica tale valore corrisponde per ciascun anno considerato, nel caso in cui si decida di non distribuire dividendi o restituire equity, all'incremento o diminuzione della cassa dello Stato Patrimoniale.

8 – VERIFICA DELLE CONDIZIONI DI EQUILIBRIO

All'articolo 177, comma 5 del Codice dei Contratti è stabilito che «*L'assetto di interessi dedotto nel contratto di concessione deve garantire la conservazione dell'equilibrio economico-finanziario, intendendosi per tale la contemporanea presenza delle condizioni di convenienza economica e sostenibilità finanziaria. L'equilibrio economico-finanziario sussiste quando i ricavi attesi del progetto sono in grado di coprire i costi operativi e i costi di investimento, di remunerare e rimborsare il capitale di debito e di remunerare il capitale di rischio.*»

Come evidenziato in precedenza la funzione del piano economico-finanziario è quella di dimostrare la concreta capacità del proponente 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 un rendimento per l'intero periodo.

Il contenuto dei prospetti e delle tabelle dei paragrafi precedenti deve consentire, pertanto, al concedente di verificare, in maniera trasparente e veritiera:

- a) **che il rischio operativo sia correttamente traslato in capo al concessionario, sia dal lato della domanda, che dal lato dell'offerta;**
- b) **che l'adeguata remunerazione del capitale di rischio e del capitale di terzi, in un contesto di equilibrio duraturo, consenta che la fornitura dei servizi in concessione sia garantita per l'intero periodo concessorio con puntualità e nel rispetto degli standard e degli oneri di servizio convenzionalmente concordati;**
- c) **che la prospettazione dei costi e dei ricavi sia realistica, evitando che**

sovrastrime o sottostime conducano artificialmente a evidenziare la necessità di canoni concessori, riportando di fatto il rischio operativo in capo al concedente.

A tali fini nei capitoli seguenti sono esposte le modalità di determinazione dei seguenti indici di **CONVENIENZA ECONOMICA**

- Valore Attuale Netto (VAN);
- Tasso Interno di Rendimento (TIR);

8.1 – Misure della convenienza economica

Il calcolo della convenienza economica si basa fundamentalmente sull'analisi e valutazione dei parametri del **Valore Attuale Netto (VAN)** e del **Tasso Interno di Rendimento (TIR)** calcolati con riferimento al complessivo periodo concessorio. In tale ottica l'esposizione dei suddetti parametri è ritenuta elemento fondamentale e obbligatorio ai fini della valutazione di attendibilità del PEF.

Come noto i flussi di cassa e reddituali ricavabili da un determinato investimento realizzato nell'ambito di una concessione, rappresentano una misura della capacità dell'investimento stesso di remunerare il concessionario e quindi in sintesi una misura della convenienza e della fattibilità.

Occorre però subito precisare che la convenienza per il concessionario va valutata con riferimento alla possibilità di assegnare un compenso a sé stesso (in termini di utili), dopo avere prioritariamente soddisfatto le richieste economiche degli altri (eventuali) portatori di finanziamento (in termini di interessi).

8.2 – Determinazione del VAN e del TIR

L'analisi dei flussi di cassa e reddituali teorici e la loro esposizione nel PEF è quindi per il proponente un'attività irrinunciabile, che precede la decisione di partecipare alla gara per l'assegnazione di una concessione. Si tratta ovviamente di analizzare flussi futuri che riguardano l'intera durata della concessione.

Con riferimento specifico alla prospettazione dei flussi di cassa è noto che per qualunque imprenditore vale l'assunto che 1 euro ricevuto oggi vale più di 1 euro ricevuto tra uno, due o dieci anni per la semplice ragione che, se si ha 1 euro oggi, lo si può investire e avere più di 1 euro fra uno, due o dieci anni.

Al fine di valutare se il complesso dei flussi di cassa generati da una concessione siano tali da soddisfare i potenziali concessionari e finanziatori, occorre capire quanto vale l'intera sequenza futura di quei flussi riportati al momento iniziale mediante procedimento di attualizzazione. Per attualizzare la sequenza dei flussi occorre tenere conto del tempo (quanto ogni flusso è lontano nel tempo) e del rendimento che si aspetta l'imprenditore per il suo capitale e gli eventuali finanziatori per il loro prestito. La misurazione della sommatoria dei flussi attualizzati avviene mediante l'applicazione della formula del Valore Attuale Netto (VAN):

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

dove:

- FC *Flussi di Cassa;*
- n *numero di anni durata concessione;*
- i *tasso di attualizzazione;*

Il VAN è un indicatore finanziario che fornisce informazioni, in termini monetari, del valore creato o distrutto da un determinato progetto all'istante della valutazione. Un progetto di investimento crea valore se esprime un VAN maggiore di zero. La decisione di accettare o rifiutare un progetto di investimento, in base a tale indicatore, consiste, ovviamente, nell'accettare tutte le proposte il cui VAN sia maggiore o, eventualmente, uguale a zero, e nel rifiutare le proposte con VAN negativo.

L'altro elemento di misura della redditività è rappresentato dal Tasso Interno di Rendimento (TIR). Questo è definito come quello specifico tasso di attualizzazione per cui il VAN di un progetto risulta pari a zero ed **esprime il tasso di rendimento reale del progetto**. Nella formula, pertanto, in luogo dei tassi di attualizzazione per la determinazione del VAN andrà inserito il TIR che diviene la variabile da ricercare fino ad azzerare il valore dell'equazione:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

in cui:

- FC *Flussi di Cassa;*
- n *numero di anni durata concessione;*
- TIR *tasso interno di rendimento;*

Il TIR va tenuto ben distinto dai tassi con i quali vanno attualizzati i flussi di cassa per ottenere il VAN DI PROGETTO. Questi rappresentano, infatti, degli standard di redditività con il quale occorre confrontare il reale rendimento del progetto (ovvero il TIR) per stabilire se l'investimento conviene oppure no. In precedenza si era stabilito che un progetto di investimento crea valore se il VAN è maggiore di zero. **In maniera equivalente, si può affermare che un progetto è conveniente se il suo TIR è superiore al tasso di attualizzazione scelto per il calcolo del VAN.** In questo senso si comprende allora che il criterio del TIR stabilisce essenzialmente che il rendimento di un progetto deve essere superiore al costo-opportunità del capitale, **ovvero deve essere maggiore del ritorno offerto da progetti alternativi aventi lo stesso profilo di rischio.**

8.3 – Costo dell'indebitamento

Il costo dei finanziamenti (tasso normalmente indicato con K_d) è relativamente semplice da determinare anche a priori in quanto il costo in termini di interessi può essere fornito dal proponente allegando, ad esempio, i preventivi di finanziamento forniti dagli istituti di credito. Tali preventivi dovranno essere esplicitamente riferiti al finanziamento degli investimenti previsti nella proposta e potranno essere facilmente verificati dal concedente analizzando i trend più attuali del mercato dei capitali. Si tratta quindi di calcoli abbastanza oggettivi e riscontrabili, le cui modalità di presentazione sono state esposte al precedente paragrafo 2.3 al quale si rinvia.

Si evidenzia, a fini meramente informativi, che nelle *Linee guida per la redazione del piano economico-finanziario nelle procedure di partenariato pubblico-privato*, predisposte dalla Fondazione Nazionale dei Commercialisti, per la determinazione del costo del finanziamento *senior*¹ viene indicato come *opportuno* far 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.

8.4 – Costo del capitale proprio. Premesse.

Dare valore al tasso di remunerazione atteso dal concessionario per l'apporto di capitale di rischio è, invece, operazione notevolmente più complessa. In sostanza occorre domandarsi quanto, per ogni euro di capitale proprio investito, il concessionario si aspetta di guadagnare: il 5%, il 6% oppure il 10%? In teoria molto dipende dal grado di rischio che il concessionario associa a quel tipo di investimento e dalla sua specifica propensione al rischio. Quindi la risposta apparirebbe semplice: sarà il concessionario a stabilirlo in base alle proprie valutazioni del momento.

Ma la variabile COSTO DEL CAPITALE DI RISCHIO, indicata normalmente con K_e , influenza in maniera determinante il risultato finale dei calcoli di convenienza reddituale e sostenibilità finanziaria di una proposta di affidamento di una concessione pluriennale. Lasciare, quindi, la definizione di questo valore (come sembrerebbe logico) alla sensibilità imprenditoriale di ciascun aspirante concessionario, renderebbe il piano finanziario estremamente aleatorio. La stessa "bancabilità" del progetto verrebbe inficiata da una prospettazione di parametri di fattibilità agevolmente (se non addirittura accortamente) guidati verso una sostenibilità finanziaria teorica, agendo al ribasso sulle attese di rendimento dell'investitore.

In pari misura in una concessione che presentasse elevati margini di guadagno per il concessionario, agendo al rialzo sulle attese di rendimento dell'investitore, potrebbe essere facilmente abbattuto il VAN del progetto e dell'azionista, eliminando l'ipotesi di un adeguato canone concessorio e arrivando, addirittura, a richiedere un contributo pubblico ai fini del mantenimento dell'equilibrio.

In una situazione del genere anche le valutazioni comparative delle pubbliche amministrazioni (in sede di gara) diverrebbero un compito assai arduo. Non è stato infrequente, infatti, rinvenire casi di PEF in cui il valore di K_e sia stato modificato al rialzo o al ribasso in maniera arbitraria al fine di modificare gli esiti finali delle analisi di equilibrio delle proposte.

Ciò premesso, pertanto, nei PEF allegati alle proposte di affidamento di concessioni di questo Ente, il tasso di remunerazione del capitale di rischio dovrà essere determinato con rigore secondo le modalità di cui al precedente paragrafo 2.4 e quindi rilevandolo da siti specializzati che li definiscono per categorie di imprese e per i vari settori presenti nella zona di riferimento, oppure determinandolo con il modello CAPM.

8.5 – Costo del capitale proprio rilevato da pubblicazioni e siti specializzati

Come già evidenziato in precedenza, qualora si opti per l'utilizzo di siti specializzati, il proponente dovrà indicare il sito web o la pubblicazione da cui sono tratti i dati utilizzati,

¹Si tratta di finanziamenti aziendali che presentano peculiarità tali da renderli privilegiati, rispetto ad altre forme di finanziamento. Un debito di questo tipo è per esempio, un mutuo ipotecario la cui garanzia per il rimborso privilegiato è rappresentata dall'ipoteca sull'immobile. Il debito privilegiato ha diritto al rimborso, prima di altre fonti esterne di finanziamento, come le azioni ordinarie o i crediti a breve termine non garantiti.

evidenziando il percorso da seguire per rintracciare il valore di rendimento selezionato².

Nei casi in cui in una medesima proposta di affidamento in concessione siano presenti attività appartenenti a differenti settori di business (progetti *multibusiness*) per i quali sia possibile isolare le differenti quote di fatturato, si raccomanda la definizione di K_e considerando il peso relativo di ciascuno dei settori, procedendo secondo il seguente schema di ponderazione che esemplifica il calcolo di una proposta con due settori di attività:

$$K_{e \text{ ponderato}} = \left[K_{e \text{ Business 1}} \times \frac{\text{Fatturato Business 1}}{\text{Fatturato Complessivo}} \right] + \left[K_{e \text{ Business 2}} \times \frac{\text{Fatturato Business 2}}{\text{Fatturato Complessivo}} \right]$$

8.6 – Valore Attuale Netto di progetto

Il calcolo del VAN DI PROGETTO deve essere effettuato utilizzando i FLUSSI DI CASSA OPERATIVI (flussi *unlevered*), ovvero quei flussi liberi o disponibili per onorare il servizio del debito e per remunerare i portatori di capitale proprio, ed è determinato con la seguente formula:

$$VAN_{PROGETTO} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+i)^t}$$

dove:

- $FCFO$ Flussi di Cassa Operativi (flussi *unlevered*);
- n numero di anni durata concessione;
- i tasso di attualizzazione che considera sia K_e che K_d ;

Considerato che i flussi di cassa attualizzati nella formula devono soddisfare le aspettative dei portatori di capitale proprio e dei finanziatori esterni, il tasso di attualizzazione i della formula di calcolo del VAN DI PROGETTO, deve condensare in sé i due elementi rappresentativi del COSTO DEL DEBITO e del COSTO DELL'EQUITY: K_e e K_d .

La relazione tra le due grandezze e il loro peso nella definizione di i è stabilita dalla formula di determinazione del costo medio ponderato delle risorse **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*). Esso rappresenta il costo medio ponderato delle risorse attraverso le quali l'investitore (concessionario) intende realizzare il progetto, ossia la media ponderata dei "costi" del capitale proprio e del debito secondo la seguente formula:

²A mero titolo esemplificativo, alla pagina web di Aswath Damodaran (professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University) è possibile ottenere dati statistici molto utili per la definizione semplificata del costo dell'Equity di una determinata tipologia di impresa. Nel link https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrete seguendo nella tabella DISCOUNT RATE ESTIMATION → COSTS OF CAPITAL BY INDUSTRY SECTOR → EUROPE si ottiene il download di un file excel che espone i citati dati approssimativamente calcolati statisticamente per i settori industriali europei.

$$WACC = \left[K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{E + D} \right] + \left[K_e \times \frac{E}{E + D} \right]$$

in cui:

K_d	costo dei finanziamenti;
K_e	rendimento atteso del capitale proprio;
$(1 - t)$	fattore che determina l'incidenza del prelievo fiscale (tax shield);
D	ammontare complessivo del debito su cui si calcolano gli interessi;
E	ammontare complessivo del capitale proprio;

8.7 – Determinazione del fattore $(1 - t)$.

Il ragionamento alla base del funzionamento del fattore $(1 - t)$ è relativamente semplice: il costo del capitale di terzi è rappresentato da interessi, se gli interessi sono (entro certi limiti) deducibili, per ogni euro di interesse pagato si riduce la base imponibile e si pagano meno imposte.

Quindi per semplificare, se la tassazione è pari al 24%, per 1 euro di interesse pagato in più (e dedotto), se ne pagano 0,24 in meno a titolo di imposte.

Quindi: $(1 - 0.24) = 0,76$

In sostanza il costo reale del capitale di terzi è minore di quanto effettivamente pagato ai finanziatori. Per tale motivo quindi nella formula del WACC, il COSTO DEL CAPITALE DI TERZI K_d (espresso appunto in termini di interessi) prima di essere ponderato, al fine di tenere conto di questa riduzione, viene moltiplicato per il fattore $(1 - t)$.

In generale, ai fini della determinazione del valore di t , si evidenzia come l'impatto fiscale da considerare sia esclusivamente quello rappresentato dall'IRES³.

8.8 – Tasso Interno di Rendimento del progetto

La determinazione del TIR DI PROGETTO ha caratteristiche simili a quelle del VAN. Per questa prima variante si utilizzano i FLUSSI DI CASSA OPERATIVI (flussi *unlevered*), ovvero quei flussi liberi o disponibili per onorare il servizio del debito e per remunerare i portatori di capitale proprio, ed è ricavato con la seguente formula:

$$\sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + TIR)^t} = 0$$

dove:

- $FCFO$ Flussi di Cassa Operativi (flussi *unlevered*);
- n numero di anni durata concessione;
- TIR Tasso Interno di Rendimento del progetto;

³Fondazione Nazionale dei Commercialisti - 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 (pagina 25).

Considerando che il TIR azzerava il valore dell'equazione in una formula di attualizzazione, è evidente che, sostituendo al TIR un qualsiasi tasso ad esso inferiore, la formula condurrà ad un risultato superiore allo zero, creandosi un VAN positivo. Pertanto se il tasso di attualizzazione WACC, utilizzato per il calcolo del VAN DI PROGETTO, risulta inferiore al TIR DI PROGETTO, il progetto stesso risulta conveniente.

9 – SPESE SOSTENUTE PER LA PREDISPOSIZIONE DELLA PROPOSTA

Come previsto dal comma 3 dell'articolo 193 del Codice degli Appalti, il proponente dovrà dettagliare in apposita sezione del PEF le spese sostenute per la predisposizione della proposta, includendo anche i diritti sulle opere dell'ingegno.

A tali fini si rammenta che a mente del comma 12 del medesimo articolo:

- se il promotore non risulta aggiudicatario e non esercita la prelazione ha diritto al pagamento, a carico dell'aggiudicatario, dell'importo delle spese per la predisposizione della proposta, comprensive anche dei diritti sulle opere dell'ingegno. L'importo complessivo delle spese rimborsabili non può superare il 2,5% del valore dell'investimento, come desumibile dal progetto di fattibilità posto a base di gara;
- se il promotore esercita la prelazione, l'originario aggiudicatario ha diritto al pagamento, a carico del promotore, dell'importo delle spese documentate ed effettivamente sostenute per la predisposizione dell'offerta (sempre nel limite del 2,5% del valore dell'investimento).

10 – INDICAZIONI PER LA PREDISPOSIZIONE DEI DOCUMENTI E DEI FILE.

Con riferimento alle modalità di elaborazione del PEF e al formato da allegare alle proposte di Partenariato Pubblico-Privato nelle quali sia parte la Provincia di Savona in veste di concedente si precisa quanto segue:

- a) Il Piano Economico-Finanziario, come tutti gli altri documenti, deve essere predisposto in formato PDF;
- b) Oltre ai documenti in formato PDF devono essere fornite tutte le tabelle esposte nel PEF e le eventuali ulteriori tabelle utili ai calcoli, in formato excel aperto;
- c) Le tabelle in formato excel devono essere presentate in maniera ordinata e leggibile. Deve essere eliminata la visualizzazione della griglia dal menu “*Visualizza*” e le tabelle devono avere i bordi appositamente creati con il “*Formato Celle*”;
- d) Per ogni tabella in excel deve essere utilizzato uno specifico foglio. Non è possibile predisporre nel medesimo foglio una o più tabelle. Ad esempio il foglio contenente il Conto Economico non può contenere anche il calcolo dell'imposizione fiscale o la gestione dell'IVA.
- e) Nelle celle di excel dove siano presenti formule, salvo casi eccezionali, **non vanno riportati numeri** ma esclusivamente riferimenti a celle che li contengono.
A titolo di esempio:
 - nel calcolo delle quote di ammortamento al 4% relative ad un cespite la formula non potrà essere:
 $=A1*4\%$
bensì
 $=A1*B1$
dove **B1** rappresenta la cella che contiene il coefficiente di ammortamento **4%**. La cella **B1** deve, ovviamente, contenere di fianco la sua descrizione;
 - nel calcolo dell'IVA riferita ad un costo o a un ricavo al 22% la formula non potrà essere:
 $=A1*22\%$
bensì
 $=A1*B1$
dove **B1** rappresenta la cella che contiene l'aliquota IVA al **22%**. La cella **B1** deve ovviamente contenere di fianco la sua descrizione;
 - nel calcolo delle deduzioni d'imposta in base a un determinato imponibile la formula non potrà essere
 $=SE(A1>1000;100;SE(A1>2000;50))$

bensi

=SE(A1>B1;C1;SE(A1>B2;C2)),

dove **B1, C1, B2** e **C2** rappresentano le celle che contengono imponibili e deduzioni.

Le celle **B1, C1, B2** e **C2** devono ovviamente contenere di fianco la loro descrizione.

- le modifiche relative alla struttura dei costi e dei ricavi in corso di concessione che non siano legate alla mera indicizzazione, non possono essere inserite direttamente nei fogli di excel relativi ai prospetti di conto economico ma devono essere adeguatamente descritte nelle apposite sezioni come previsto al precedente PARAGRAFO 5.3
- un incremento o una riduzione del costo del personale nel corso del periodo concessorio non può essere esclusivamente inserito nelle corrispondenti celle di un determinato anno del Conto Economico, senza aver preventivamente compilato e allegato i prescritti moduli previsti per l'esposizione della struttura del Costo del Personale.