



Regione Autonoma della Sardegna

Assessorato della Programmazione, Bilancio,
Credito e Assetto del Territorio

Centro Regionale di Programmazione

NUCLEO REGIONALE DI VALUTAZIONE E VERIFICA DEGLI INVESTIMENTI PUBBLICI

*Note esplicative sui contenuti degli studi di fattibilità per il finanziamento delle
progettazioni preliminari*
(Deliberazione della Giunta Regionale n. 7/13 del 6 marzo 2002)

Giugno 2002

1. PREMESSA

La presente nota esplicativa è stata elaborata, con la collaborazione dell'UVAL (Unità di valutazione) e dell'UTFP (Unità Tecnica per la Finanza di Progetto) del Ministero dell'Economia e delle Finanze, a seguito delle decisioni assunte dalla Giunta regionale con la deliberazione n.7/13 del 6 marzo 2002 e costituiscono, assieme alla "Guida per la certificazione da parte dei Nuclei regionali di valutazione e verifica degli investimenti pubblici" adottata dalla Giunta regionale con la deliberazione n. 42/11 del 4 dicembre 2001, il riferimento tecnico di orientamento per la predisposizione degli Studi di Fattibilità per l'accesso al finanziamento a fondo perduto della progettazione preliminare di cui alla Deliberazione CIPE 76/2000.

Come è noto, nel corso degli ultimi anni, la normativa in materia di opere pubbliche è stata fortemente innovata dando un forte risalto alla corretta analisi del "ciclo del progetto".

Con riferimento alla Legge 109/94 e successive modificazioni, al Regolamento emanato con DPR 554/99, alla Legge 144/ 99 ed al Decreto LLPP 21.6.2000 emerge che:

- a) lo SDF per opere di costo complessivo superiore a €10.329.137,98 (20 miliardi di lire) è lo strumento ordinario preliminare ai fini dell'assunzione delle decisioni di investimento da parte delle amministrazioni pubbliche (Legge 144/99 art. 4, comma 1).
- b) per l'inserimento nel Programma Triennale delle opere pubbliche, l'amministrazione procedente può svolgere un "sintetico studio" le opere di costo inferiore a €10.329.137,98 (Decreto LLPP 21.6.2000 art 3, comma 3).
- c) per gli interventi di importo superiore a € 10.329.137,98, le amministrazioni procedenti provvedono alla redazione di "studi di fattibilità" secondo quanto previsto dall'art. 4 della legge 17 marzo 1999 n.144. (Decreto LLPP 21.6.1999 art.3, comma 4).

L'art.4, comma 2 della legge 144/1999 prevede che "gli SDF approvati dalle amministrazioni costituiscono certificazione di utilità degli investimenti ai fini dell'accesso preferenziale ai fondi disponibili per la progettazione preliminare e costituiscono titolo preferenziale ai fini della valutazione dei finanziamenti delle opere in base alle disponibilità finanziarie degli esercizi futuri".

Dunque, la normativa generale sulle opere pubbliche prevede che una amministrazione pubblica che approva, seguendo le proprie specifiche procedure, uno SdF, dovrà poi includerlo nel proprio Programma Triennale avendo assunto l'opera un carattere prioritario.

Inoltre, l'art.4, comma 3 della legge 144/99 stabilisce che “gli studi relativi ad opere il cui costo complessivo è superiore a 100 miliardi di lire, devono obbligatoriamente essere sottoposti a valutazione economica interna alle amministrazioni proponenti o su richiesta da parte di enti ed amministrazioni pubblici esterni alle stesse”.

In sintesi:

1. per opere di costo inferiore a €10.329.137,98 (20 MD di lire), lo SdF è facoltativo ed è sufficiente lo “studio sintetico”;
2. per opere di costo da €10.329.137,98 in poi, lo SdF è obbligatorio rappresentando lo strumento preliminare ordinario ai fini dell'assunzione della decisione ad investire.

Le proposte di finanziamento a fondo perduto della progettazione preliminare prese in considerazione dalla Regione riguardano non solo le opere di valore superiore a €10.329.137,98 (punto 2) ma anche le opere di costo inferiore per le quali è richiesto ugualmente uno SdF (e non uno “studio sintetico”) redatto sulla base delle indicazioni della presente nota. Su tali proposte di finanziamento il Nucleo di valutazione regionale è chiamato ad esprimere la propria valutazione con la certificazione.

La certificazione degli studi di fattibilità da parte del Nucleo di Valutazione e Verifica degli Investimenti pubblici costituisce un'attività di particolare importanza in quanto va ad inserirsi, in maniera strategica, nella fase precedente al ciclo di formazione dei singoli progetti (e quindi di attuazione dei Programmi). Con le relative analisi di opportunità e di fattibilità, che stanno alla base della valutazione della qualità degli interventi, si contribuisce a dare supporto al processo decisionale sulla scelta qualitativa per le iniziative più adeguate alle politiche di sviluppo e di accelerazione nella definizione dei progetti.

Compito degli Studi di Fattibilità è, infatti, la verifica delle condizioni di fattibilità economica, istituzionale e territoriale-ambientale dei progetti di investimento pubblico costituendo un elemento fondante nel processo progettuale e decisionale delle opere pubbliche (*cfr.* Allegato 3).

Il ricorso alla verifica di opportunità, attraverso lo SdF, consente da un lato di valutare preventivamente la probabilità che l'*idea-progetto* crei gli effetti ritenuti significativi

oppure di evitare o contenere effetti indesiderati, dall'altro individuare le forme istituzionali più celeri per l'attuazione ed evitare i rischi di blocco amministrativo.

Secondo il documento approvato dalla III Commissione CIPE il 29 maggio 2000 gli studi di fattibilità si devono caratterizzare da tre elementi:

1. La sostenibilità tecnico-territoriale: Consiste nell'esplicitazione delle conseguenze indotte sugli assetti ambientali, morfologici e figurativi dello spazio fisico in cui si producono attraverso:

- Costruzione del quadro conoscitivo (stato attuale, azioni in corso, condizioni di trasformabilità a cui riferire le alternative di progetto);
- Definizioni degli obiettivi e delle scelte di intervento (identificazione delle funzioni da insediare e dei requisiti da osservare nella costruzione delle soluzioni alternative);
- Elaborazione delle alternative di progetto;
- Individuazione delle fondamentali alternative tecnologiche;
- Esplorazioni di configurazione fisica dell'area di intervento;

2. La sostenibilità economica e finanziaria: Consiste in un esame delle componenti finanziarie ed economiche del progetto anche attraverso lo studio delle caratteristiche gestionali, pubbliche o private, più idonee a conseguire gli obiettivi attesi:

- Rappresentazione del contesto territoriale e socio-economico entro cui il progetto dovrà realizzarsi;
- Individuazione e quantificazione della domanda effettiva e potenziale;
- Individuazione e quantificazione dell'offerta effettiva e potenziale;
- Analisi del quadro delle risorse finanziarie disponibili o attivabili, modalità (tempi e condizioni) di conferimento di tali risorse al progetto;
- Analisi finanziaria (stima dei flussi costi-ricavi; calcolo dei flussi di cassa e dei principali indicatori della gestione; verifica in un arco temporale sufficiente delle caratteristiche tecniche, economiche e gestionali del progetto);
- Analisi economica (costi-benefici), in grado di valutare la convenienza dell'investimento dal punto di vista del benessere della collettività nelle varie alternative;
- Simulazioni (analisi di sensitività, analisi di rischio) in grado di verificare i punti di debolezza economica e finanziaria del progetto e le azioni o modifiche progettuali più opportune.

3. La sostenibilità amministrativa e istituzionale e gestionale: Consiste nella verifica delle condizioni istituzionali, amministrative, organizzative ed operative necessarie affinché si possa procedere all'effettiva realizzazione delle iniziative individuate:

- Meccanismi, procedure e organizzazione del sistema di attuazione del progetto;
- Calendario e modalità che si intendono seguire per attivare i contenuti in cui il progetto si articola;
- Individuazione dei partners istituzionali e finanziari coinvolti nell'attuazione del progetto;
- Procedure per assicurare circuiti tecnici, amministrativi e finanziari efficienti;
- Modi per assicurare condizioni di trasparenza e di verificabilità della fase attuativa;
- Valutazione dell'esistenza delle competenze tecniche e gestionali necessarie ad assicurare il buon funzionamento e la corretta manutenzione dell'intervento previsto.

Lo Studio di fattibilità, inoltre, oltre ad esaminare comparativamente le più credibili alternative tecnico economiche dell'investimento deve individuare e motivare le scelte di tipo strumentale ritenute più idonee. L'analisi deve consentire al responsabile di procedimento, di cui all'art. 7 del DPR n.554/99, la redazione del documento preliminare all'avvio della progettazione così come previsto dall'art. 15, comma 4 dello stesso DPR.

Le novità introdotte dai commi 5 e 6 dell'art. 4 della L.144/99 relativi al finanziamento a fondo perduto delle progettazioni preliminari per opere di costo non inferiore a € 1.549.370,70 (3 miliardi di lire), ha indotto le amministrazioni regionali a definire un quadro omogeneo e condiviso di finalità, contenuti e metodi degli studi di fattibilità con la predisposizione di una griglia comune per la certificazione. Tale griglia, che costituisce la "Guida per la certificazione da parte dei Nuclei regionali di valutazione e verifica degli investimenti pubblici", permette alle amministrazioni regionali di assicurare parità di valutazione e trattamento nei confronti dei soggetti terzi per i quali i Nuclei regionali sono chiamati ad esprimersi.

La Conferenza dei Presidenti delle Regioni e delle Province autonome ha adottato la Guida. Allo stesso modo la Giunta regionale ha ritenuto opportuno adottare, in via sperimentale, tale Guida con la deliberazione n. 42/11 del 4 dicembre 2001 e pubblicata sul supplemento straordinario 1 del Bollettino Ufficiale della Regione n.9 del 29 marzo 2002.

La Guida prevede dei requisiti minimi che devono contenere gli studi di fattibilità in funzione della dimensione dell'opera, se comprese tra € 1.549.370,70 e € 10.329.137,98 (da 3 a 20 miliardi di lire) o superiore a tale limite.

2. REQUISITI DI AMMISSIBILITÀ E MODALITÀ APPLICATIVE

La Giunta regionale con la deliberazione del 6 marzo 2002 n.7/13 ha ritenuto opportuno stabilire indirizzi specifici in modo tale da orientare la formulazione degli SdF verso quelle tipologie di intervento maggiormente coerenti con gli obiettivi e le priorità della programmazione regionale, con particolare riferimento agli obiettivi individuati dal Programma Operativo Regionale 2000-2006 cofinanziato dall'Unione Europea nell'ambito delle risorse sui Fondi strutturali.

E' necessario, pertanto, che sia evidente la coerenza tra la proposta progettuale che si intende attivare e gli obiettivi specifici individuati nel POR 2000-2006. Occorre in sostanza che per l'idea-progetto proposta sia possibile la verifica della coerenza con i punti di forza e di debolezza assunti come base della strategia e con le priorità trasversali individuate nella programmazione dei fondi strutturali.

Sulla base di ciò i ***requisiti di ammissibilità*** degli Studi di fattibilità, ai fini della richiesta del finanziamento della progettazione preliminare da presentare alla Cassa Depositi e Prestiti, sono i seguenti:

- a) L'art. 4, comma 5 Legge 144/99 stabilisce che sono titolari a presentare SdF i soggetti espressamente richiamati dal comma 54 dell'art. 1 della legge n.549/95 e cioè:
 - Regioni,
 - Province,
 - Comuni;
 - consorzi di Comuni, anche con partecipazione di soggetti pubblici e privati;
 - Comunità montane,
 - Consorzi di bonifica e d'irrigazione,
 - Società per la gestione dei servizi pubblici cui partecipano gli enti locali;
 - le aziende speciali di enti locali.
- b) Lo studio deve avere come oggetto la fattibilità di un'opera pubblica che rientra nell'ambito oggettivo dalla L.109/94 e successive modificazioni, il cui costo di realizzazione è stimato pari o superiore a € 1.549.370,70 (3 miliardi di lire – Deliberazione CIPE n. 76/2000 punto 2.2.);
- c) Completezza degli Studi di fattibilità, che sebbene con graduazioni diverse a seconda della dimensione dell'opera, devono affrontare tutti gli elementi previsti nella parte prima "Contenuti e Metodologie dello Studio di Fattibilità" della Guida per la certificazione e cioè, oltre alle analisi propedeutiche e di rischio, la

fattibilità tecnica, compatibilità ambientale, sostenibilità finanziaria, convenienza economico-sociale, verifica procedurale.

- d) La coerenza dell'intervento con la programmazione dei Fondi strutturali. L' art.4, comma 6 della Legge 144/99 prevede che la verifica di "compatibilità" sia effettuata con riferimento ai rapporti interinali che sono i documenti che hanno avuto una evoluzione nel POR e nel Complemento di programmazione. Pertanto la verifica di compatibilità sarà effettuata con riferimento all'ultima stesura del Complemento di programmazione approvato dal Comitato di Sorveglianza.

Il soggetto proponente dovrà indicare a quale misura del Complemento di programmazione regionale si riferisce la tipologia di opere oggetto dello SdF, fornendo ogni informazione in merito ai requisiti di ammissibilità e valutazione previsti nella misura indicata. La coerenza dell'opera da realizzare dovrà riguardare gli aspetti tecnici, amministrativi, procedurali e finanziari.

Nel caso in cui lo SdF e la documentazione presentata non siano in grado di soddisfare le condizioni poste dalla Misura indicata, lo SdF sarà dichiarato non ammissibile al finanziamento a fondo perduto della progettazione preliminare ai sensi dell'art.4 comma 5 della Legge 144/99.

La Certificazione dello SdF ha valore di verifica dell'utilità e dell'opportunità dell'intervento proposto riguardo agli effetti che produce e non significa necessariamente l'approvazione del finanziamento dell'opera nell'ambito della misura di riferimento.

Riguardo alle Misure di riferimento, esse potranno riguardare soltanto quelle entro le quali è possibile il finanziamento di "opere pubbliche", così come definite dalla L. n.109/94 e successive modificazioni.

2.1 Linee di intervento secondo le priorità individuate dalla Deliberazione della G.R. n. 7/13 del 6 marzo 2002

I fondi assegnati alla Regione Sardegna sono in totale 2.494.486,82 euro di cui, ai sensi della Deliberazione della Giunta regionale n. 7/13 del 6 marzo 2002 una quota pari al 40% finalizzato al finanziamento di progetti preliminari da finanziare con esclusivo capitale pubblico (***Linea di Intervento A***) ed il restante 60% finalizzato al finanziamento delle progettazioni preliminari dotati di uno studio di fattibilità che evidenzia una adeguata remuneratività per gli investitori privati (***Linea di Intervento B***).

2.1.1 Linea di Intervento A: SdF relativi alla realizzazione di opere con il coinvolgimento del solo capitale pubblico.

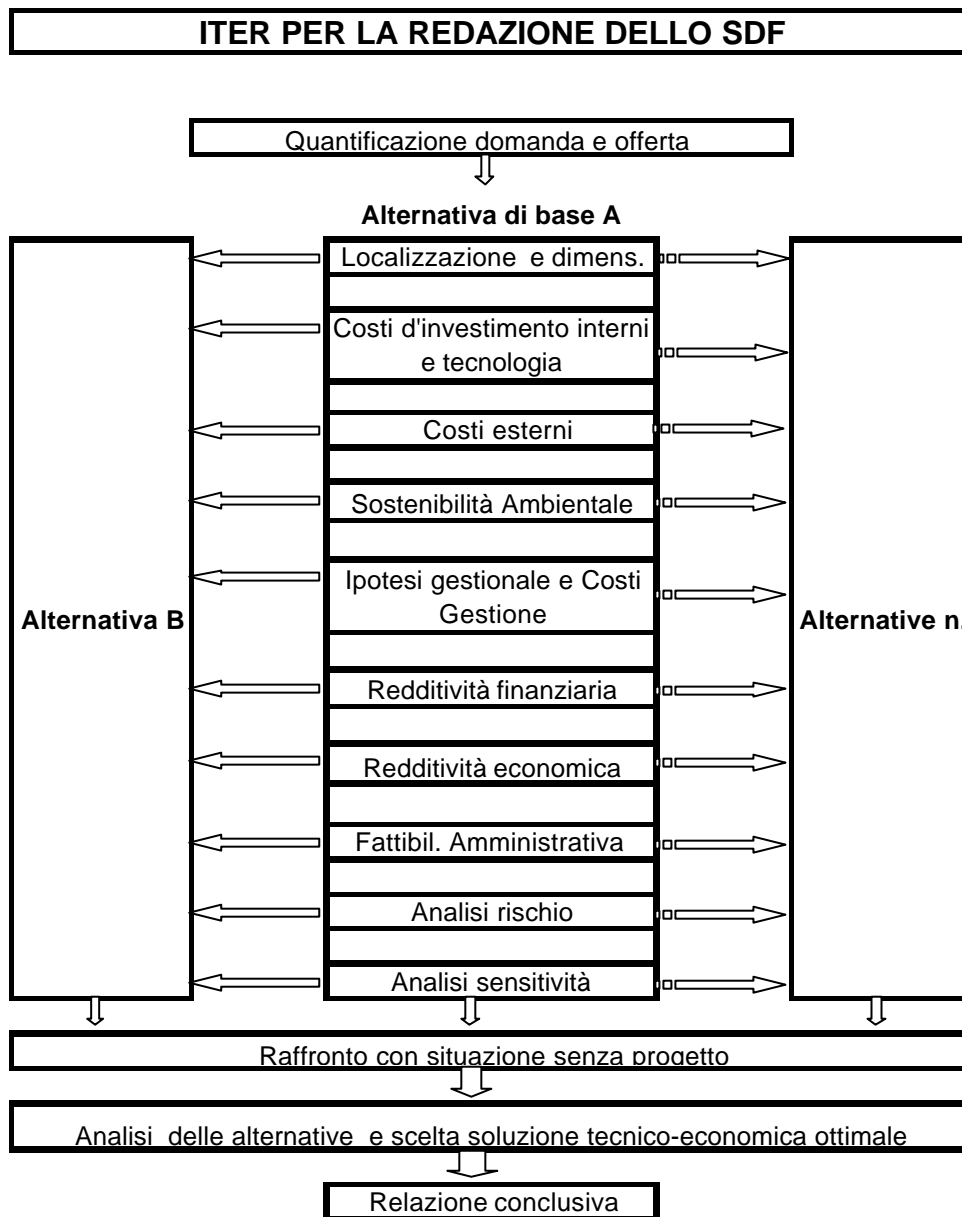
Disponibilità : €997.794,73

Fermo restando i requisiti di ammissibilità e la coerenza con gli obiettivi specifici del POR 2000-2006, e con le sue modalità di attuazione, gli studi di fattibilità dovranno essere elaborati secondo le indicazioni contenute nella “Guida per la certificazione da parte del Nuclei regionali di valutazione e verifica degli investimenti pubblici” adottata dalla Giunta regionale con la deliberazione del 4 dicembre 2001.

Lo SDF deve essere concepito e realizzato in modo da raggiungere l’obiettivo di trasformare l’iniziale idea-progetto in una specifica ipotesi di intervento, attraverso l’identificazione, la specificazione e la comparazione di due o più alternative atte a cogliere modalità diverse di realizzazione dell’idea originaria e attraverso la produzione di un set di informazioni atte a consentire all’Amministrazione procedente una decisione fondata e motivata.

Lo SDF si configura quindi come uno strumento di programmazione ai fini dell’assunzione della decisione di effettuare l’investimento.

A tale decisione si perviene attraverso un percorso iterativo di continuo affinamento dell’ipotesi tecnico - economica di partenza comparando tra loro le diverse alternative individuate ed analizzate a fondo secondo diversi parametri e rapportandole alla situazione esistente ed alla sua più probabile evoluzione in assenza dell’investimento oggetto dello SDF.



Il processo iterativo si conclude con l'individuazione della soluzione tecnico-economica ottimale o con un esito negativo nel senso che nessuna soluzione è individuabile come "fattibile" per una o più ragioni emerse dall'analisi tecnica, della redditività economico-finanziaria, dei vincoli normativi, del reperimento delle risorse finanziarie necessarie per la realizzazione dell'opera.

La relazione sintetica conclusiva dello SdF dovrà riportare i principali risultati e le raccomandazioni motivate sulla fattibilità dell'opera ed in particolare dovrà fornire tutti gli elementi necessari per consentire al responsabile di procedimento di redigere il "documento preliminare all'avvio della progettazione preliminare" come previsto dall'art. 15 del DPR 21 dicembre 1999 n.554.

2.1.2 Linea B : SdF relativi alla realizzazione di opere in cui è possibile l'attrazione del capitale di rischio privato

Disponibilità : €1.496.692,09

La scelta di dare priorità a quelle iniziative per le quali sia stato redatto uno studio di fattibilità i cui risultati rendano possibile l'attrazione di capitale di rischio privato nell'attività di finanziamento, realizzazione e gestione di infrastrutture e servizi di pubblica utilità, risponde all'esigenza di stimolare una forma di progettualità ancora non potenzialmente espressa o che fin'ora ha dimostrato insufficiente attenzione, ma che può offrire notevoli opportunità di rilancio delle opere pubbliche, anche in termini di riqualificazione e valorizzazione del patrimonio esistente.

La deliberazione della Giunta non prevede specifici rinvii all'articolo della legge quadro sui lavori pubblici (che, come noto, prevede due fattispecie di concorso privato alla realizzazione di opere pubbliche, all'art. 19 comma 2 e all'art. 37 bis), comunque, si evidenzia che l'unica forma applicabile è quella prevista dall'art. 19. Infatti il contratto di concessione di cui al comma 2 dell'art. 19 della L. n.109/94 definisce in maniera puntuale le modalità del soggetto privato nella realizzazione di un intervento pubblico. Tale strumento presuppone la predisposizione, a cura dell'amministrazione concedente, di un progetto preliminare, una bozza di convenzione, un piano economico-finanziario ed un disciplinare sulle modalità di gestione.

E' da escludere tra i beneficiari, invece, la figura del promotore previsto dall'art. 37 bis in quanto il nostro sistema legislativo, compresa la stessa L.n.144/99, non consente al promotore privato di proposte relative alla realizzazione di lavori pubblici, di accedere a contributi per la stesura della progettazione preliminare, essendo la stessa di competenza del promotore.

Il metodo del ricorso al mercato dei capitali per il finanziamento di opere infrastrutturali fonda la propria logica di valutazione dei progetti d'investimento sul principio elementare per cui il costo di molti beni e servizi pubblici e di pubblico interesse può essere ripagato completamente, o prevalentemente dagli stessi utenti o acquirenti.

L'applicazione di questo principio, nel quadro della valutazione ex-ante dei programmi e progetti d'investimento pubblici, può consentire all'Amministrazione di:

- Verificare se ed in che misura possa essere sollevata dagli oneri relativi alla realizzazione e gestione di un'infrastruttura pubblica o di pubblica utilità;
- Focalizzare la propria attività sugli aspetti regolatori del servizio che, mediante la realizzazione dell'infrastruttura, si intende fornire (qualità del servizio, modalità di erogazione e livelli tariffari);
- Migliorare l'efficienza della gestione e assicurare la piena utilizzazione commerciale ricorrendo all'affidamento della gestione ai privati;
- Ottimizzare il processo di allocazione delle risorse pubbliche disponibili rispetto ai progetti selezionati.

L'impiego della finanza di progetto richiede, tuttavia, un approccio multidisciplinare e competenze specialistiche che vanno oltre quelle strettamente legate agli aspetti economico-finanziari.

L'opportunità di finanziare un determinato progetto, infatti, non viene valutata in via prioritaria sulla base dello *standing* creditizio (capacità d'indebitamento) del soggetto promotore dell'iniziativa, né tanto meno viene fatta dipendere dal valore e dalla consistenza degli *assets* (garanzie dirette patrimoniali e non) che questi è in grado di mettere a disposizione dei finanziatori. La concessione e la successiva erogazione del finanziamento risulta connessa alla validità tecnico-economica del progetto e alla sua capacità intrinseca di ripagare il debito contratto, garantendo una remunerazione del capitale investito coerente con il grado di rischio implicito dell'iniziativa.

La principale garanzia per il rimborso dei finanziamenti risulta pertanto:

- Da flussi di cassa, sufficientemente certi, generati dalla gestione del progetto;
- Da una gestione dei rischi che caratterizzano il progetto che consenta di limitare la possibilità che i flussi di cassa previsti vengano meno.

Lo schema guida per la predisposizione dello SdF si presenta analogo a quello previsto per la precedente linea di intervento (Cfr. Linee Guida per la certificazione adottate dalla Giunta regionale con la deliberazione del 4 dicembre 2001). In considerazione dell'importanza che riveste l'analisi finanziaria nel definire la convenienza economica e la sostenibilità per un investitore privato, è necessaria, per questa parte dello SdF, una trattazione ed un approfondimento particolare secondo un approccio metodologico indicato nell'**Allegato 2 : “Linee Guida per l'Analisi di fattibilità economico-Finanziaria”**, alle presenti note esplicative, sviluppato tramite modelli quantitativi

impostati sulla base di parametri economici e finanziari di mercato che caratterizzano l'intervento dei capitali privati. Com'è noto questa parte presenta finalità diverse rispetto a quelle tipiche della valutazione della redditività economico-sociale. Pertanto l'analisi di fattibilità economico-finanziaria assume rilevanza nel caso in cui le opere siano suscettibili di gestione economica e sia, quindi, possibile ipotizzare il coinvolgimento di capitali privati per la loro realizzazione.¹

E' evidente, comunque, che il ricorso ai capitali privati non deve essere una scelta ideologica, ma una soluzione di cui si possa provare la convenienza.

Infatti l'Amministrazione proponente lo SdF è opportuno che sviluppi un'analisi delle alternative di finanziamento, in base alla loro valenza economico-sociale, effettivamente disponibili, incluse quelle tradizionali.

Lo scopo ultimo che l'Amministrazione deve raggiungere attraverso il ricorso a forme di partenariato pubblico privato, deve essere quello di scegliere modalità di realizzazione e finanziamento delle infrastrutture che da una parte rispondano a logiche di ottimizzazione dei costi e dei benefici e dall'altra rappresentino la migliore alternativa possibile, sul piano economico, di realizzare e gestire il progetto.

Non deve, infatti, essere escluso a priori che il ricorso a forme tradizionali di realizzazione e gestione del progetto possa risultare una modalità di finanziamento più conveniente (soprattutto dal punto di vista della redditività economico-sociale) rispetto a quella che prevede il ricorso a capitali privati.

Come non è sempre detto - soprattutto nel caso di progetti esposti a rischi difficilmente identificabili e/o quantificabili - che il ricorso a capitali privati e l'adozione di schemi tipici della finanza di progetto sia la soluzione più idonea.

In pratica la finanza di progetto tende a dimostrarsi una reale alternativa a forme tradizionali di realizzazione e gestione quando:

- Vi sia un effettivo trasferimento di rischi al settore privato, fornendo al contempo un incentivo per una gestione efficiente dell'infrastruttura. Naturalmente, le possibilità

¹ La valutazione della redditività economico-sociale di un progetto d'investimento prevede il calcolo di indici (Tasso di Rendimento Interno – TIR e Valore Attuale Netto – VAN) utilizzati anche per la valutazione della redditività economico-finanziaria ma che, in funzione dei diversi obiettivi che le due metodologie di analisi perseguono, operano sulla base di *input* differenti:

- TIR e VAN economici vs TIR e VAN finanziari;
- Tasso di attualizzazione per la valutazione della convenienza economica = Tasso Sociale di Sconto vs Tasso di attualizzazione per la valutazione della convenienza finanziaria = Costo Medio Ponderato del capitale investito applicato al posto di un tasso di sconto “convenzionale” e secondo prospettive temporali diverse (analisi a valori costanti o a valori correnti).

da parte del settore privato di generare tali economie saranno tendenzialmente maggiori in quei casi in cui si accetti di trasferirgli maggiori gradi di libertà nella fase di progettazione delle infrastrutture e maggiori livelli di responsabilità operativa nella loro gestione.

- Il progetto si inquadri in un chiaro contesto territoriale, caratterizzato da una domanda facilmente identificabile e dall'assenza di eccessivi vincoli alla partecipazione del settore privato;
- Vi sia una sufficiente ampia disponibilità, nell'ambito del settore privato, di quell'insieme di professionalità richieste dal progetto, in modo da garantire un adeguato livello di concorrenzialità nell'ambito del processo di affidamento.

3. TEMPI E MODALITÀ DI PRESENTAZIONE DEGLI SdF

Le domande, corredate dello studio di fattibilità in triplice copia, redatto in conformità a quanto precedentemente evidenziato, vanno presentate al Centro Regionale di Programmazione – Nucleo di Valutazione e Verifica degli Investimenti Pubblici, Via Mameli 88 – 09123 Cagliari. Nella domanda deve essere indicato il riferimento alla linea di intervento.

Gli SdF elaborati secondo le presenti linee guida verranno registrati secondo l'ordine cronologico di arrivo o di spedizione, separatamente per le due linee di attività, e come tali valutati.

Tempi di istruttoria: Il Nucleo di Valutazione esprimerà il parere e l'eventuale certificazione entro il termine di 60 giorni dal ricevimento dello Studio di fattibilità (90 giorni per gli studi di fattibilità che concorrono alla linea B). Il Nucleo si riserva, in fase di valutazione, di richiedere, una sola volta, all'Ente proponente, chiarimenti, integrazioni ed ulteriori approfondimenti sui singoli punti degli SdF ritenuti ammissibili al fine di poter meglio svolgere la valutazione o quando si ritiene opportuno e possibile promuovere un adeguamento/miglioramento dello studio stesso. In tale eventualità il termine di istruttoria è fissato in 30 giorni dal ricevimento della documentazione integrativa.

La domanda dovrà essere corredata da una dichiarazione del legale rappresentante dell'Ente o del responsabile del servizio che attesti che il costo di realizzazione previsto dell'opera per la quale è stato redatto lo SdF è pari o superiore a €1.549.370,70 e che il

finanziamento che verrà richiesto alla Cassa Deposito e Prestiti per la redazione del progetto preliminare dell'opera non supera l'importo previsto dalle tariffe professionali.

Allo SdF dovrà, inoltre, essere allegata una scheda di sintesi in cui siano evidenziati i seguenti punti:

1. Titolo dello SdF;
2. Soggetto proponente;
3. Responsabile di procedimento (Nome e cognome, Amministrazione di appartenenza, Indirizzo, Telefono, Fax, E-mail);
4. Stazione appaltante progettazione preliminare;
5. Settore d'investimento;
6. Descrizione sintetica della tipologia di opera che si intende progettare;
7. Area di realizzazione dell'intervento oggetto dello SdF (Provincia, comune, località);
8. Contesto programmatico locale, provinciale, regionale, nazionale, comunitario entro il quale si inquadra l'iniziativa oggetto dello SdF, precisando la misura del POR 2000-2006 con la quale la proposta è coerente.

4. CRITERI E MODALITÀ DI CERTIFICAZIONE

La certificazione degli SdF da parte del Nucleo di Valutazione e Verifica degli Investimenti Pubblici corrisponde esclusivamente ad “una valutazione positiva dei risultati dello studio”, ai sensi del comma 6, art. 4 della L. 144/99.

La valutazione riguarderà i seguenti aspetti:

- a) L'**ammissibilità** dello SdF alla certificazione;
- b) Il grado di **approfondimento/accuratezza** con cui si sono affrontati i vari aspetti;
- c) I **risultati ottenuti**.

a) **Ammissibilità:**

L'Ammissibilità dello SdF è inteso come ammissibilità alla certificazione in quanto l'ammissibilità della domanda al finanziamento è di competenza della Cassa Depositi e Prestiti.

L'Ammissibilità riguarderà principalmente gli aspetti già trattati nella parte riguardante i requisiti di ammissibilità e le modalità applicative e cioè: i soggetti proponenti,

l'oggetto dello studio, la completezza e la coerenza con la programmazione comunitaria.

b) Approfondimento/accuratezza

Per ognuno degli ambiti di analisi/fattibilità e rispetto alla classe dimensionale dell'opera, il NVVIP valuterà se i dati e le informazioni utilizzate, le metodologie impiegate, le specifiche analisi condotte e le ipotesi elaborate possono essere considerate attendibili, aggiornate e sufficienti.

Per tali valutazioni il NVVIP si avvarrà anche della collaborazione degli Uffici dell'Amministrazione regionale competenti per settore o tipologia d'intervento.

c) Risultati dello studio

Il NVVIP valuterà la positività dello SdF rispetto alle analisi condotte in termini finanziari ed economico-sociali (corredate da quelle di rischio e di sensitività), le quali comprendono, almeno in termini monetari, i risultati della fattibilità tecnica e della compatibilità ambientale.

Verranno considerati positivi i risultati di uno SdF se:

A) – Sostenibile dal punto di vista finanziario e cioè che:

- individui chiaramente con il Piano finanziario le modalità di copertura dei costi di investimento e di esercizio e impegni l'Amministrazione proponente per quanto riguarda le risorse proprie. Quando si prevede di finanziare tutto o in parte l'investimento con ricorso a mutui è necessaria una dichiarazione del responsabile finanziario dell'Ente proponente attestante che la residua capacità di indebitamento dell'Ente, determinata in base a quanto previsto dal Testo Unico sugli enti locali, consente di accedere per reperire i finanziamenti necessari.

Si ritengono accettabili, in linea generale, i piani di ammortamento dei mutui calcolati applicando un tasso di interesse non inferiore a quello praticato dalla Cassa DD.PP. sui mutui della durata prescelta. In tal caso lo stesso tasso dovrà essere impiegato come tasso di attualizzazione per il calcolo del VAN finanziario e come limite per il TIR finanziario.

- nel caso della Linea A di intervento siano previsti rientri finanziari (tariffari e non, sovvenzioni, contributi ecc.), lo SdF deve concludersi con valori di VAN e TIR finanziari non negativi;
- nel caso si preveda il ricorso, per la realizzazione dell'opera, al capitale privato (Linea B di intervento) venga accertato che il perseguimento dell'equilibrio

economico-finanziario dell'investimento e della sua gestione non comporti una contribuzione pubblica superiore a quanto previsto dall'art. 19 della L.109/94 e s.m.i.. Inoltre il TIR finanziario dovrà risultare almeno uguale a 5,75 %.

B) – **Conveniente dal punto di vista economico-sociale**, cioè che risponda ad un fabbisogno non soddisfatto, evidenziando:

- per le opere di minore dimensione una utilità complessiva per la collettività in termini descrittivi;
- per le opere di maggiore dimensione, valori di TIR e VAN economici positivi.

Dall'insieme delle analisi svolte lo SdF sarà classificato certificabile quando è ammissibile, completo, elaborato in modo sufficientemente approfondito in ogni suo aspetto e deve condurre a “risultati positivi”.

La Certificazione da parte del NVVIP sarà fornita secondo la formula: **“sono stati valutati positivamente i risultati e pertanto lo Studio di Fattibilità viene approvato e certificato”**.

L'eventuale non certificazione di uno SdF sarà motivata, nel rispetto del criterio di trasparenza, dal NVVIP.

Griglia sintetica per la certificazione:

Ammissibilità

	SI	NO	Motivazioni (eventuale)
Soggetto proponente			
Oggetto dello Studio			
Completezza dello Studio			
Coerenza con la programmazione			

Se ammissibile:

Approfondimento/accuratezza (livello sufficiente di)

	SI	NO	Motivazione (eventuale)
<i>Analisi propedeutiche e alternative di progetto</i>			
Quadro conoscitivo generale e obiettivi dell'intervento			
Analisi della domanda e dell'offerta			
Modello di gestione dell'opera			
Individuazione delle alternative progettuali			
<i>Fattibilità tecnica</i>			
<i>Compatibilità ambientale</i>			
<i>Sostenibilità finanziaria</i>			
<i>Convenienza economica</i>			
<i>Verifica procedurale</i>			
<i>Analisi di rischio e di sensibilità</i>			

Risultato dello studio

	SI	NO	Motivazione (eventuale)
Sostenibilità finanziaria			
Convenienza economico-sociale			

La valutazione positiva dei risultati corrisponde a risposte affermative a tutti gli elementi della griglia.

ALLEGATO 2

LINEE GUIDA PER L'ANALISI DI FATTIBILITÀ ECONOMICO- FINANZIARIA

INDICE

INTRODUZIONE

1. PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO PRELIMINARE DI BASE
 - 1.1.FINALITÀ
 - 1.2.ELEMENTI DA ANALIZZARE ED ESPlicitARE PER LA PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO PRELIMINARE DI BASE
 - 1.3.ELABORATI DI BASE PER LA PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO PRELIMINARE DI BASE
2. PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO DEFINITIVO
- 2.1.FINALITÀ
- 2.2.ELEMENTI DA ANALIZZARE ED ESPlicitARE PER LA PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO DEFINITIVO E L'ANALISI DEI RISCHI
- 2.3.ELABORATI DI BASE PER L'ELABORAZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO DEFINITIVO E L'ANALISI DEI RISCHI
3. IDENTIFICAZIONE DEGLI SCENARI CHE PRESENTANO LE MIGLIORI CARATTERISTICHE DI REDDITIVITÀ FINANZIARIA
 - 3.1.FINALITÀ
 - 3.2.ELABORATI DI BASE RELATIVI AGLI SCENARI DI BASE INDIVIDUATI
4. I DATI E LE IPOTESI DI MAGGIOR SENSIBILITÀ
 - 4.1.ANALISI DELLA DOMANDA
 - 4.2.LE IPOTESI PER L'ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA

Allegati:

Allegato 2.1 – Predisposizione del Piano Economico Finanziario

Allegato 2.2 – Prospetti tipo per la predisposizione del Piano Economico Finanziario

Allegato 2.2.1 – Prospetto tipo del conto economico – Fase 1

Allegato 2.2.2 – Prospetto tipo per il calcolo dei flussi di cassa – Fase 1

Allegato 2.2.3 – Prospetto tipo del conto economico – Fase 2

Allegato 2.2.4 – Prospetto tipo dello stato patrimoniale – Fase 2

Allegato 2.2.5 – Prospetto tipo per il calcolo dei flussi di cassa – Fase 2

Allegato 2.3 – Matrice dei rischi

Allegato 3 - Principali fasi del ciclo della programmazione, progettazione e realizzazione di un'opera pubblica

Introduzione

L'analisi finanziaria è basata sulla impostazione e sullo sviluppo di un modello economico-finanziario² che consenta di valutare correttamente, sulla base dei dati forniti dallo Studio di Fattibilità e di ipotesi da, e in base a, questo desumibili, la convenienza economica e la sostenibilità finanziaria di uno specifico Progetto³ per un investitore privato. In questa sede per:

- **convenienza economica** si intendono le capacità del Progetto di: (a) creare valore; (b) generare un livello di redditività per il capitale investito adeguato rispetto alle aspettative dell'investitore privato ed alla possibilità di attivare finanziamenti strutturati in *project financing*⁴;
- **sostenibilità finanziaria** si intende la capacità del Progetto di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti attivati compatibilmente con una adeguata remunerazione degli investitori privati coinvolti nella realizzazione e nella gestione dell'iniziativa (c.d. azionisti della società di progetto).

Scopo del presente allegato è quello di fornire linee guida come ausilio per l'elaborazione dell'analisi di fattibilità economico-finanziaria finalizzate a delineare contenuti, articolazione ed elaborati che dovrebbero essere compresi negli Studi di Fattibilità volti a verificare la possibilità di attivare risorse private nella realizzazione di opere pubbliche o di pubblica utilità. Nel caso particolare il presente allegato è indirizzato per gli SdF finalizzati al finanziamento di progetti preliminari nell'ambito della *Linea di intervento B* individuata a seguito della Deliberazione della G.R. n.7/13 del 6 marzo 2002⁵

Sul piano metodologico, il processo di impostazione ed elaborazione di un modello si sviluppa secondo il diagramma di flusso indicato in Figura 1 al quale deve essere applicata una logica iterativa per tenere conto di miglioramenti ed aggiustamenti successivi.

² Cfr. Allegato 2.1 – “Predisposizione del piano economico-finanziario” ed Allegato 2.2. - “Prospetti-tipo per l'elaborazione del Piano economico-finanziario”.

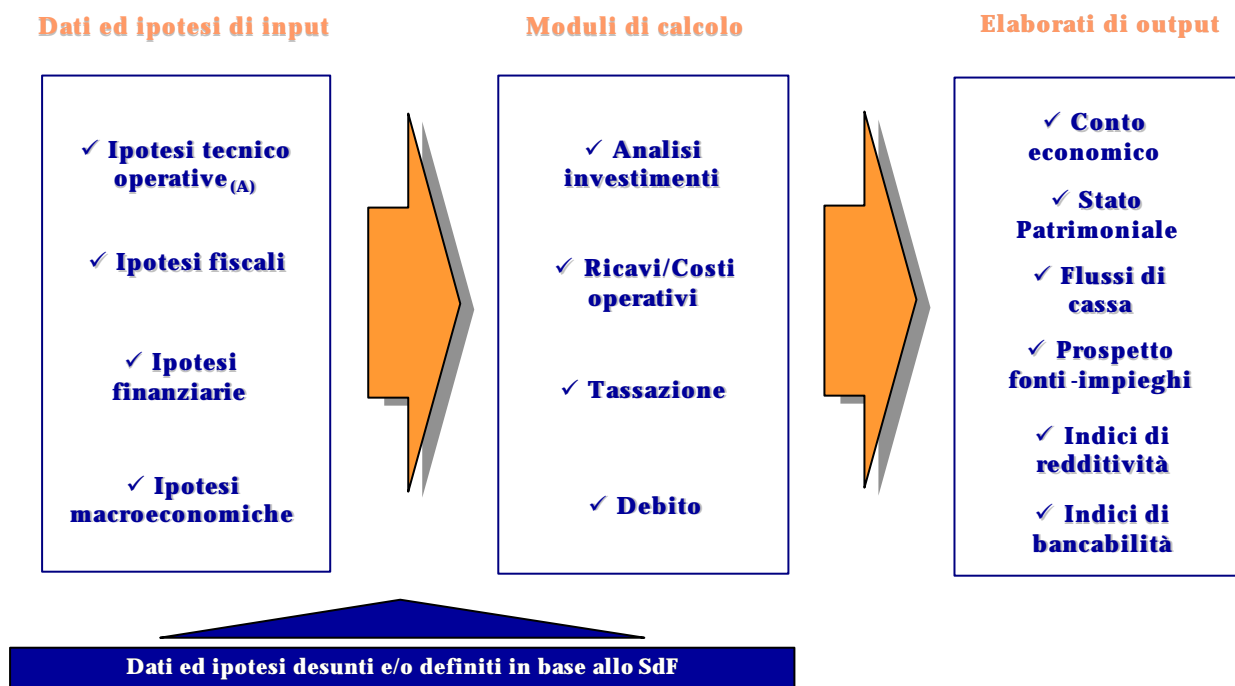
³ Progetto: si intende la realizzazione e la gestione di un'Infrastruttura suscettibile di gestione economica ovvero a rilevanza imprenditoriale (*i.e.* tariffabile).

⁴ Cfr Allegato 2.1, paragrafo 1.3.1 - “Analisi della convenienza economica”

⁵ Per quanto riguarda gli SdF finalizzati al finanziamento di progetti da finanziare nell'ambito della *Linea di intervento A*, per la trattazione della parte relativa all'analisi finanziaria è sufficiente quanto previsto dalla “Guida per la certificazione d parte dei Nuclei regionali di valutazione e verifica degli investimenti pubblici” adottata dalla Giunta Regionale con deliberazione n.42/11 del 4 dicembre 2001.

Tali miglioramenti ed aggiustamenti possono riguardare sia le caratteristiche economiche e di mercato ipotizzate per l'investimento, sia i parametri finanziari definiti per lo stesso e comportano un progressivo avvicinamento dei livelli di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria del Progetto a quelli mediamente ritenuti accettabili dagli investitori privati e dagli istituti finanziari in relazione a investimenti similari realizzati nello stesso settore di appartenenza del Progetto.

Figura 1 – Predisposizione del piano economico-finanziario – Diagramma di flusso



(A) Variabili "endogene" alla base della definizione dei principali scenari di riferimento (i.e. PEF alternativi) utili a valutare la sostenibilità economica-finanziaria preliminare dell'investimento

Successivamente alla elaborazione del modello si può procedere alla elaborazione dell'analisi finanziaria che segue un processo che, idealmente, può essere scomposto in tre fasi:

Fase 1 – Predisposizione del Piano Economico-Finanziario Preliminare di base.

Fase 2 – Identificazione delle Fonti di finanziamento, elaborazione del Piano Economico-Finanziario Definitivo ed Analisi dei Rischi.

Fase 3 – Identificazione degli Scenari che presentano le migliori caratteristiche di redditività finanziaria.

1 Predisposizione del Piano Economico-Finanziario Preliminare di base

1.1 Finalità

L'obiettivo della Fase 1 è quello di elaborare, attraverso l'individuazione dei principali parametri economici e finanziari tipici del progetto d'investimento in esame (*Cfr* sistema dei ricavi, costi di realizzazione, costi gestionali, ecc.), *un piano economico-finanziario preliminare di base*, con la finalità di individuare preliminarmente:

- le capacità di reddito dell'attività che si intende gestire con la realizzazione del progetto (*i.e.* erogazione di servizi o produzione di beni);
- i fabbisogni finanziari correlati alla realizzazione delle opere e dell'investimento nel suo complesso.

In questa fase preliminare, il piano economico-finanziario verrà elaborato secondo il percorso indicato in Figura 2 con riferimento a diversi *scenari* che:

- sono delineati in funzione delle differenti ipotesi elaborate per le tipologie di ricavo prefigurabili per l'attività (struttura dei ricavi) che si intende gestire con la realizzazione del Progetto⁶;
- tengono conto delle risultanze dell'analisi della domanda che emergono dallo Studio di Fattibilità nei termini di volumi e di caratteristiche della stessa.

Per ogni scenario verrà quindi elaborato un piano economico-finanziario su cui valutare, in via preliminare, la redditività del Progetto (*i.e.* convenienza economica) tramite il calcolo di specifici indici⁷ nonché la sostenibilità economico-finanziaria dello stesso.

In questa fase la sostenibilità economico-finanziaria verrà individuata confrontando il livello di redditività del Progetto con quelli mediamente ritenuti accettabili dagli investitori privati e dagli istituti finanziari in relazione a iniziative similari realizzati nello stesso settore di appartenenza del Progetto⁸. In relazione a tale confronto, nella

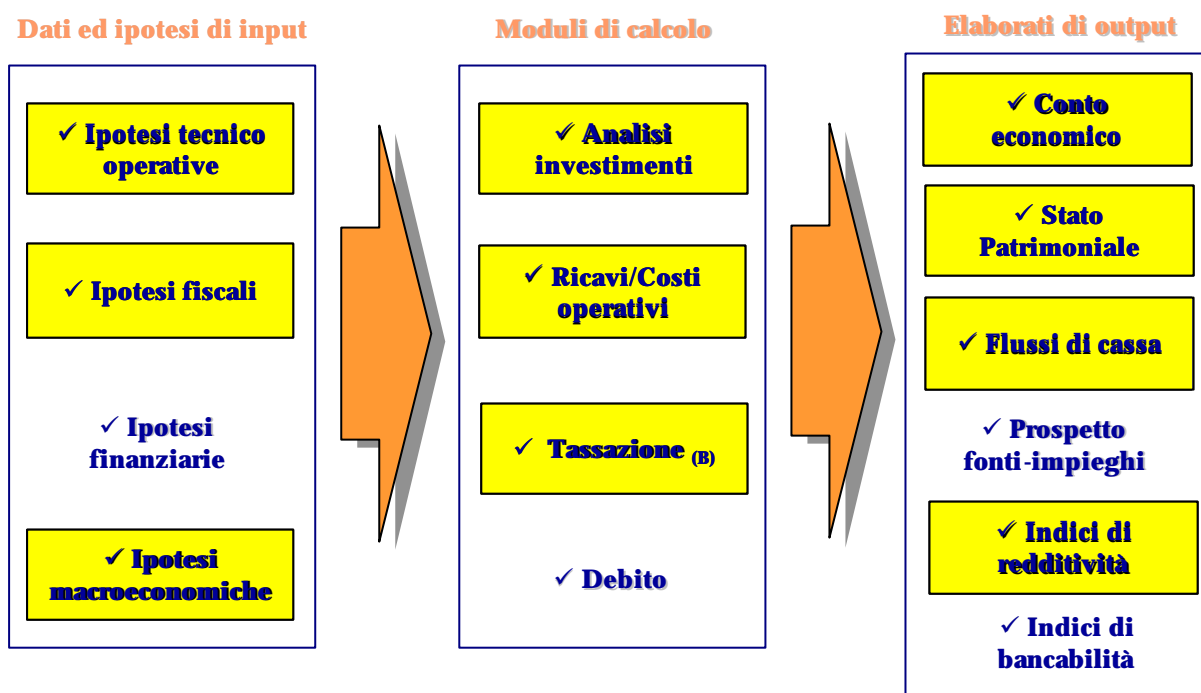
⁶ In questa fase, gli scenari di riferimento verranno appunto definiti mediante la modifica di alcune delle variabili di *input* del modello che, in via esemplificativa, possono essere definite come di "tipo endogeno" (ad es. i ricavi) rispetto ad altre definibili come di "tipo esogeno" (ad es. il tasso d'inflazione).

⁷ *Cfr.* Allegato 2.1, paragrafo 1.3.1 – "Analisi della convenienza economica".

⁸ In questo caso ci si riferisce al costo del capitale investito. Il costo del capitale investito deve essere qui inteso come "costo-opportunità" esprimendo il rendimento che i sottoscrittori del capitale di rischio e del capitale di debito posto a copertura del fabbisogno iniziale espresso dall'investimento, giudicano "accettabile" in rapporto al rischio da essi sopportato.

prospettiva di avvicinare la redditività del Progetto a quella attesa e/o richiesta dagli investitori privati, le ipotesi di strutturazione dei ricavi vengono successivamente modificate e, in assenza di migliori alternative, possono anche essere previsti ulteriori ricavi derivanti dalla contribuzione pubblica.

Figura 2 – Predisposizione del Piano economico-finanziario preliminare – Diagramma di flusso



FASE 1 Input, moduli di calcolo ed elaborati di output preliminari che compongono il Piano Economico-Finanziario Preliminare di base

(B) Imposte dirette, indirette e modalità di ammortamento

Al termine di questo processo iterativo, questa prima fase di attività si dovrà concludere con l'individuazione degli *scenari di riferimento* per la realizzazione e la gestione del Progetto che costituiscono la base di partenza per le ulteriori analisi di sostenibilità finanziaria, in particolar modo per l'analisi di bancabilità.

Gli scenari di riferimento, frutto dell'analisi svolta e rispetto ai quali dovranno essere condotte le ulteriori analisi, dovranno essere individuati in funzione non solo delle ipotesi di strutturazione dei ricavi e dei volumi e delle caratteristiche della domanda a queste associabili, ma anche dei livelli di redditività che restituiscono mediante lo sviluppo del modello economico-finanziario.

1.2 Elementi da analizzare ed esplicitare per la predisposizione del Piano Economico-Finanziario Preliminare di base

Per una corretta elaborazione del piano (*cfr.* Allegato 2.1 e 2.2), è necessario elaborare un'approfondita analisi dei seguenti elementi di *input*:

1) Costi di investimento (Ipotesi tecniche)

Nell'elaborazione del modello questi devono essere chiaramente suddivisi per categoria (*cfr.* Allegato 2.1, paragrafo 2) e ben specificati relativamente alla tempistica prevista per l'esecuzione dei lavori espressa nelle diverse fasi di cantiere.

I suddetti costi non richiedono di essere indicizzati all'inflazione in quanto pur generandosi in un periodo che può essere superiore ad un anno, sono normalmente fissati in contratti che prevedono un corrispettivo a “prezzo fisso ed invariabile” e si presume che già incorporino le aspettative inflazionistiche (*i.e.* costi d'investimento “a prezzi correnti”).

Qualora si dovesse comunque procedere ad elaborazioni in tal senso (*cfr.* costi di deflazionati) la base informativa di riferimento è costituita da indici ISTAT, avendo cura di identificare il “paniere” particolare applicato per settori specifici – ad es. nel caso del Trasporto pubblico locale può essere utile far riferimento all'indice ISTAT – FOI – e dalle stime della Banca d'Italia per le attese inflazionistiche di breve periodo.

Tra i costi di investimento possono essere compresi i costi di “manutenzione straordinaria” che sostenuti nell'arco del periodo di gestione ipotizzato per il progetto. Al fine di valutare l'investimento complessivo, detti costi, possono essere riportati al periodo di costruzione tramite la loro attualizzazione. Si segnala che i costi di “manutenzione straordinaria” possono essere correttamente compresi anche nei costi operativi.

Per i costi di costruzione la base di partenza è rappresentata, in linea generale, dai dati di progetto la cui congruenza può essere verificata facendo riferimento ai Prezzari regionali in materia di opere civili e tariffe.

2) Ipotesi Operative

a. Ricavi operativi

Per individuare le tipologie di ricavo, è necessario, in prima battuta, determinare se l'infrastruttura è dedicata alla cessione di beni e servizi ad un utenza diffusa ovvero se i

beni ed i servizi stessi dovranno essere acquistati da soggetti specifici (*ex* Municipalizzate, amministrazioni pubbliche, controparti commerciali private, ecc.).

Sulla base dei volumi di domanda stimati per ognuna delle tipologie di ricavo ipotizzate (*cfr.* Allegato 2.2.1, voce A) sarà determinato il volume dei ricavi attesi con riferimento ad ognuno dei differenti scenari.

In linea generale, si precisa che, nell'elaborazione del modello, il volume di ricavi attesi dovrà essere:

(a) rappresentato al maggior livello di disaggregazione possibile, ovvero articolato per le differenti tipologie di ricavo ipotizzate per ogni scenario, indicando se possibile, per ogni tipologia l'arco temporale massimo di previsto incasso nell'ambito dell'intero periodo di gestione ipotizzato per il Progetto;

(b) indicizzato, con riferimento ad ognuna delle tipologie di ricavo identificate, secondo i criteri di cui al successivo punto 4, punto a. (*Ipotesi macroeconomiche - Parametro inflativo*).

Per procedere all'impostazione, ovvero alla verifica di un modello, relativamente alle tipologie di ricavo considerate, la base di partenza è rappresentata dalla normativa nazionale e regionale di settore e dalla normativa di regolazione di prezzi/tariffe, se esistente.

Per esempio, nel settore delle risorse idriche:

- la tipologia di ricavo ipotizzata dovrà essere coerente con quanto previsto dalla Legge n.36/94 e dalle leggi regionali di attuazione;
- i valori unitari, la struttura tariffaria e le relative modalità di adeguamento nel tempo dovranno essere coerenti con il quadro di regolazione definito per il settore ovvero con l'attuale "medito transitorio" di determinazione delle tariffe idriche stabilito ed aggiornato con Delibere CIPE ovvero al c.d. "Metodo normalizzato ed DM 1 agosto 1996 del Ministero dei Lavori Pubblici" ed alle politiche tariffarie poste a base del Piano d'Ambito dell'A.T.O.

Qualora non fossero ancora presenti le normative di riferimento – tipico è il caso di interventi di valorizzazione immobiliare – occorrerà fare riferimento alle indagini di settore disponibili sia a livello nazionale, regionale che locale. In campo immobiliare può costituire riferimento l'Osservatorio Nomisma, la banca dati delle società Scenari Immobiliari o della Gabetti Holding.

b. Costi operativi

La determinazione dei costi operativi è strettamente correlata al livello di servizio che si intende fornire. Dovrà quindi essere chiaramente definito preliminarmente il suddetto livello di servizio e vi dovrà essere piena congruenza tra i costi determinati ed il livello di servizio stesso.

In linea generale, si precisa che nell'elaborazione del modello, anche i costi operativi (*cfr.* Allegato 2.2.1, voce B) dovranno essere:

- (a) rappresentati al maggior livello di disaggregazione possibile, indicando per ogni tipologia di costo, il periodo in cui tale costo si genera;
- (c) indicizzati su base annua rispetto all'inflazione secondo i criteri di cui al successivo punto 4, punto a. (*Ipotesi macroeconomiche* - Parametro inflativo).

In questo caso, per la base informativa di partenza, a meno di non poter usufruire di una propria banca dati specifica, si potrà fare riferimento a specifici studi di settore se esistenti: ad esempio per il settore delle risorse idriche è possibile acquisire studi di settore elaborati dalle associazioni di categoria – CISPEL, Federgasacqua, ANIDA – da istituti specializzati od operatori di mercato quali ad esempio la Fondazione Rosselli od il Mediocredito Centrale, o da organismi istituzionali quali il Comitato Risorse Idriche presso il Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti.

3) *Ipotesi fiscali*

a. Imposizione fiscale

Dovrà essere considerato l'impatto che l'imposizione diretta ed indiretta ha sul livello di redditività del Progetto e sulla sua capacità di far fronte al rimborso dei finanziamenti accesi.

In linea generale, per lo sviluppo del modello dovranno essere considerate ed esplicitate:

- (a) le tipologie e le modalità di calcolo e di versamento delle imposte dirette considerate (*cfr.* Allegato 2.2.2, voce E); in questo caso occorrerà individuare oltre all'IRPEG – controllando la corretta scelta delle aliquote da applicare – le ulteriori imposte sul reddito d'impresa che dovranno essere applicate quali ad esempio l'IRAP o le riduzioni d'imposta eventualmente applicabili come ad esempio la *Dual Income Tax* – DIT. La base informativa in questo caso è composta dal Testo Unico delle imposte sui Redditi (TUIR) per la determinazione

della corretta base imponibile e per la verifica delle aliquote applicabili e dalla normativa regionale e/o comunale per le imposte addizionali sul reddito d'impresa da considerare;

- (b) l'imposizione indiretta che deve essere considerata (*cfr.* Allegato 2.2.2. voce A2) e le relative modalità di trattamento nel corso della gestione operativa (ad es. le opzioni per la gestione dell'IVA sugli investimenti). In questo caso la base informativa principale è rappresentata dal DPR 633/72 e le successive circolari interpretative.

b. Metodi e Aliquote di ammortamento

Dovranno essere analizzate le alternative di ammortamento degli investimenti, anche al fine di verificare gli effetti da un punto di vista economico-finanziario e di ottimizzazione fiscale. I metodi di ammortamento da applicare alle singole tipologie d'investimento che si andranno ad effettuare (opere civili, impianti, attrezzature, macchinari ecc.) influiscono infatti sulla dinamica reddituale dell'investimento.

In questo caso la base informativa di riferimento è il Testo Unico delle Imposte sui redditi (TUIR) dove vengono indicati i metodi da applicare e le modalità di calcolo ed imputazione delle aliquote d'ammortamento (ammortamento fiscale o finanziario).

In proposito si ricorda che, secondo i principi contabili elaborati dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti, l'ammortamento rappresenta la ripartizione del valore di un'immobilizzazione tecnica tra gli esercizi della sua vita utile mentre, fiscalmente, la vita utile del bene viene determinata da coefficienti stabiliti con decreto del Ministro delle finanze pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale (attualmente in vigore è il D.M. 31 dicembre 1988) e previsti per categorie di beni omogenei in base al normale periodo di deterioramento e consumo nei vari settori produttivi (*Cfr.* Art. 67 del TUIR).

4) *Ipotesi macro-economiche*

a. Parametro inflattivo

L'analisi economico-finanziaria dovrà essere realizzata “*a prezzi correnti*” ovvero i costi ed i ricavi operativi dovranno essere adeguati, su base annua, all'andamento dell'inflazione previsto per l'intero periodo di gestione ipotizzato per il Progetto.

L'adeguamento all'inflazione verrà effettuato indicizzando i valori di costi e ricavi operativi facendo riferimento a indici specifici che incorporino le aspettative inflazionistiche di medio-lungo periodo. Gli indici da prendere a riferimento sono quelli stimati dalla Banca d'Italia e dal Fondo Monetario Internazionale.

b. Tassi d'interesse

Per lo sviluppo dell'analisi finanziaria dovrà essere identificata la struttura dei tassi d'interesse idonea a rappresentare il costo-base (*i.e.* tasso-base) dei finanziamenti cui dovrà essere aggiunto il “margine” aggiuntivo richiesto dai finanziatori in funzione del livello di rischio associato al Progetto (*i.e.* *spread*). In linea generale, per:

- (a) l'individuazione del tasso-base, si potrà fare riferimento ai tassi EURORIBOR (tasso a breve fino alla durata massima di un anno) se al credito concesso viene applicato un tasso variabile, e all' *Interest Rate Swap* - IRS (tasso per scadenze uguali o superiori ad un anno) se il tasso applicato è fisso. Entrambi i tassi esprimono una media dei tassi registrati dal mercato finanziario in funzione delle negoziazioni avvenute nel corso della singola giornata. In questo caso la base informativa di riferimento può essere rappresentata da “*Il sole24ore*”, che riporta entrambi i tassi, ma anche il sito www.euribor.org che riporta i valori dell'Euribor in funzione delle scadenze considerate e del periodo di elaborazione del piano economico-finanziario.
- (b) la determinazione del margine, si dovrà rimandare alla prassi operativa degli istituti finanziari⁹ motivandola adeguatamente in quanto il margine di remunerazione aggiuntivo richiesto dai finanziatori è funzione del livello di rischio attribuito al Progetto specifico, che può variare tra singoli finanziatori in ragione delle loro specializzazioni operative e delle politiche aziendali applicate.

1.3 Elaborati di base per la predisposizione del Piano Economico-Finanziario Preliminare di base

Gli elaborati di base che dovranno essere prodotti nella Fase 1 sono identificabili, in via generale, nei seguenti:

- (a) analisi delle tipologie di ricavo delle differenti ipotesi di strutturazione dei ricavi. Il documento (massimo 5 pagine) sulla base dell'analisi della domanda, evidenzierà i principali scenari ipotizzabili (*cfr.* precedente Paragrafo 1.2, punto 2 a.);

⁹ Attualmente la prassi operativa esprime un valore medio dello *spread* dell'1,5%. Tale valore è, tuttavia, un mero valore orientativo rispetto al quale nell'ambito della valutazione dello studio di fattibilità è possibile esprimere una valutazione di coerenza e non un giudizio di congruenza.

- (b) analisi dei ricavi, dei costi e dell'imposizione fiscale. Il documento (massimo 15 pagine) dovrà evidenziare, per ogni scenario, la modalità di determinazione dei ricavi, basata su una dettagliata analisi della domanda e dell'offerta, dei costi di investimento, dei costi operativi, e delle imposizioni fiscali dirette ed indirette nonché i valori assunti da ciascuna voce di costo e ricavo;
- (c) piano economico-finanziario preliminare di base e calcolo degli indici di redditività. Per ciascuno scenario, dovrà essere elaborato un piano economico-finanziario (*cfr.* Allegato 2.2.2) semplificato da cui sia possibile evincere la redditività economico-finanziaria del Progetto sulla base dei dati di *input* e delle ipotesi esplicitate (*cfr.* . precedente paragrafo 1.2. – punti 1, 2, 3 a, 4);
- (d) relazione di sintesi. Il documento di sintesi dovrà includere:
- il confronto degli indici di redditività economico-finanziaria determinati per ognuno degli scenari;
 - l'analisi dei principali punti di forza e di debolezza di ciascuno scenario;
 - l'individuazione dello scenario cui corrisponde il piano economico-finanziario preliminare di base da utilizzare per la successive analisi di sostenibilità finanziaria in quanto in grado di poter essere attuato anche secondo schemi di *project financing*..

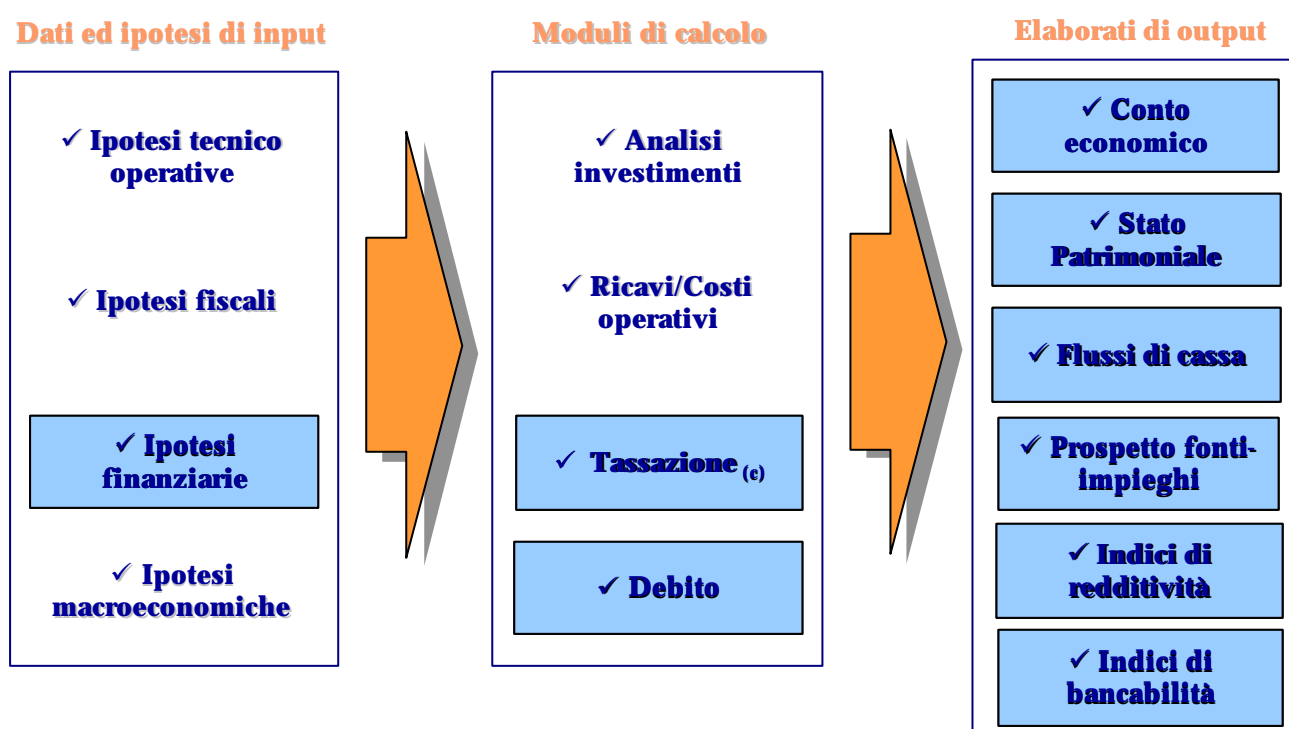
2 Predisposizione del Piano Economico-Finanziario Definitivo

2.1 Finalità

L'obiettivo della Fase 2, attraverso l'individuazione di ulteriori variabili ed ipotesi finanziarie specifiche del Progetto in esame (struttura finanziaria, analisi delle fonti di finanziamento ecc.) consiste nella definizione di un *Piano Economico-Finanziario Definitivo* per ogni scenario, individuato a valle della Fase 1, con la finalità di :

- apprezzare il livello di sostenibilità finanziaria del Progetto con particolare riferimento al grado di bancabilità dello stesso;
- identificare ed analizzare i rischi principali che caratterizzano il Progetto, in modo da individuarne e definirne le modalità di mitigazione;
- verificare la capacità del Progetto di garantire i livelli di convenienza economica e sostenibilità finanziaria individuati anche al verificarsi di eventi che possono influire sulla sua capacità di reddito.

Figura 3 – Piano economico-finanziario definitivo – Diagramma di flusso



FASE 2 Input moduli di calcolo ed elaborati di output che completano il Piano Economico Finanziario Preliminare di base e consentono lo sviluppo del Piano Economico-Finanziario Definitivo per gli scenari di riferimento individuati e la valutazione della sostenibilità finanziaria dell'investimento

(C) Imposte dirette, indirette, modalità di ammortamento e valutazione dell'impatto fiscale degli oneri finanziari connessi alla struttura finanziaria definitiva

In questa fase la sostenibilità economico-finanziaria verrà nuovamente verificata mediante:

- una nuova determinazione del livello di convenienza economica del Progetto nell'ipotesi che questo venga finanziato con un *mix* di risorse finanziarie ovvero con risorse proprie degli investitori privati e con ricorso all'indebitamento sul mercato finanziario;
- l'analisi della capacità del Progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire la restituzione dei finanziamenti, tenuto conto delle relative caratteristiche e dei livelli di capacità mediamente ritenuti accettabili dai potenziali finanziatori;
- l'analisi della capacità del Progetto di garantire i livelli di convenienza economico e sostenibilità finanziaria (*cfr.* Allegato 2.1) anche in condizioni differenti da quelle ipotizzate sia per la fase di realizzazione sia per quella di gestione (*i.e.* analisi dei rischi ed analisi di sensitività)¹⁰.

Sulla base delle verifiche e delle analisi così svolte sarà elaborato, per ogni scenario di riferimento, il Piano Economico-Finanziario Definitivo, da cui emergeranno i principali indici di sostenibilità finanziaria del Progetto sulla base del *mix* di risorse finanziarie adottato (*cfr.* Allegato 2.1, paragrafo 1.3).

Anche in questa fase lo sviluppo del piano prevede l'applicazione di una logica iterativa che implica successivi aggiustamenti e miglioramenti.

Infatti, in funzione dei flussi di cassa del Progetto (*cfr.* Allegato 2.2.5), nel modello economico-finanziario viene ipotizzato un determinato *mix* di risorse finanziarie.

Il confronto tra il flusso di cassa disponibile per il servizio del debito e il flusso di cassa richiesto per il rimborso del finanziamento costituisce la verifica dell'ipotesi effettuata. Se il primo è maggiore del secondo l'ipotesi si qualifica come fattibile; se si verifica il caso opposto, è necessario provvedere ad una nuova ipotesi di struttura finanziaria.

Il verificarsi della condizione sopra descritta è, tuttavia, condizione necessaria, ma non sufficiente affinché il processo possa considerarsi concluso.

¹⁰ In questa fase, le variabili di *input* del modello che potranno essere variate ai fini delle verifiche indicate saranno quelle individuate, in via esemplificativa, come di "tipo esogeno" come ad esempio il tasso d'inflazione o la struttura ed il livello dei tassi d'interesse. A fianco di tali variazioni, sono considerate inoltre tutte le variazioni delle altre variabili di *input* che possono essere indotte dal verificarsi degli eventi di rischio che caratterizzano il Progetto (*cfr.* ad es. extra-costi di costruzione per ritardi di completamento; ritardi nel completamento dell'approvazione amministrativa di progetti tecnici o nel rilascio di autorizzazioni all'esercizio di attività ecc.).

Il processo giungerà, infatti, a conclusione nel momento in cui sarà verificata la soddisfazione simultanea delle aspettative e degli interessi coinvolti ovvero non solo quelli dei finanziatori (*i.e.* adeguato flusso di cassa disponibile per il servizio del debito) ma anche quelli dei soggetti privati promotori dell'investimento e portatori del capitale di rischio (*i.e.* adeguata redditività per gli azionisti della società di progetto).

2.2 Elementi da analizzare ed esplicitare per la predisposizione del Piano Economico-Finanziario Definitivo e l'Analisi dei rischi

Per verificare la fattibilità economico-finanziaria del Progetto, in relazione ad ogni scenario di riferimento (così come individuato nella Fase 1), sarà necessario approfondire ed esplicitare gli ulteriori elementi ed ipotesi di *input*, funzionali a rielaborare i moduli di calcolo del modello e definire gli elaborati ed i dati di *output* che compongono il Piano Economico-Finanziario Definitivo. In particolare:

1) Analisi delle fonti di finanziamento

Dovrà essere verificato se le ipotesi macro-economiche effettuate - struttura dei tassi d'interesse - siano plausibili per le fonti di finanziamento reperibili sul mercato finanziario.

In linea generale, dovranno essere individuate ed analizzate le principali fonti di finanziamento disponibili di cui il Progetto potrebbe beneficiare evidenziando le fonti reperibili sui mercati finanziari (in particolare il sistema bancario) ed i finanziamenti pubblici a vario titolo attivabili.

Relativamente ai finanziamenti pubblici attivabili dovranno essere analizzate ed esplicitate anche la tipologia (ad es. contributo in conto capitale o in conto gestione) e le relative modalità di concessione ed erogazione da parte dell'Amministrazione competente.

2) Ipotesi finanziarie

Dovranno essere esplicitate le ipotesi relative alla *struttura finanziaria* del Progetto, intese come rapporto tra capitale di rischio e capitale di debito ovvero il *mix* di risorse finanziarie più idonee al finanziamento della realizzazione e gestione dell'investimento, tenuto conto delle analisi sviluppate al precedente *punto 1*).

La struttura finanziaria dovrà tenere conto degli *standard* di finanziamento adottati dagli istituti bancari e finanziari per iniziative economiche, collocate nel contesto degli “start-

up”, che possono beneficiare di concessioni di costruzione e gestione pluriennali sui quali è possibile adottare schemi di finanziamento di tipo *project financing*.

Questa analisi dovrebbe essere completata da una disamina dei possibili soggetti interessati al finanziamento di iniziative simili a quella definita con il Progetto.

3) *Analisi dei rischi*

Dovranno essere individuati ed analizzati i rischi che caratterizzano il Progetto per ciascun scenario di riferimento, considerando sia la fase di costruzione sia la fase di gestione. In quest’ultimo caso, particolare attenzione dovrà essere posta verso quei rischi che hanno influenza diretta e indiretta sui flussi di ricavi stimati in base alla strutturazione definita per gli stessi e all’analisi della domanda elaborata.

In corrispondenza di ogni rischio individuato dovrà poi essere individuato lo strumento/modalità con cui questo possa essere mitigato ovvero come si possa ovviare agli effetti indotti dal verificarsi dell’evento di rischio e conseguentemente a quale dei soggetti coinvolti nella realizzazione, gestione e finanziamento del Progetto competa attivarsi in proposito.

4) *Analisi di sensitività*

In base alle analisi svolte nella Fase 1 ed alle ipotesi assunte e descritte nei precedenti punti da 1) a 3), dovrà essere effettuata un’analisi della capacità del Progetto di assicurare i livelli di redditività e, soprattutto, di sostenibilità finanziaria anche in condizioni differenti da quelle ipotizzate.

Per condizioni “differenti” dovranno essere intese quelle che si possono venire a delineare in base agli effetti generati, sulle variabili e le ipotesi di *input* del modello, dal verificarsi dei principali rischi identificati ,

L’analisi di sensitività si dovrà concretizzare in simulazioni di calcolo che, implementate sul modello sviluppato, consentano di verificare la sensibilità dei valori degli indici di redditività e soprattutto di bancabilità sia al variare dei dati e delle ipotesi di *input* soggette ai rischi identificati sia in presenza dell’adozione degli strumenti/modalità di mitigazione individuati per gli stessi.

2.3 Elaborati di base per l'elaborazione del Piano Economico-Finanziario Definitivo e l'Analisi dei Rischi

Gli elaborati di base che dovranno essere prodotti nella Fase 2 sono identificabili, in via generale, nei seguenti:

- (a) Relazione sulle fonti di finanziamento. Il documento (massimo 20 pagine), dovrà evidenziare, per ciascuna delle fonti di finanziamento individuate, le principali caratteristiche, i vantaggi e gli svantaggi relativi al loro utilizzo, nonché eventuali difficoltà/criticità per il loro reperimento/utilizzo;
- (b) Relazione relativa alla struttura finanziaria ipotizzata. Il documento (massimo 15 pagine) dovrà evidenziare le modalità di determinazione della struttura finanziaria per ognuno degli *scenari* identificati a valle della Fase 1;
- (c) Piano/i economico-finanziario definitivo/i. Il piano economico-finanziario definitivo dovrà essere elaborato per ognuno degli scenari come bilancio previsionale completo (*cfr.* Allegati 2.2.3, 2.2.4, 2.2.5) comprensivo:
 - del calcolo degli indici di redditività e di bancabilità;
 - della chiara esplicitazione delle ipotesi e dei dati di *input* (*cfr.* paragrafo 2.2) e delle motivazioni a base delle ipotesi di struttura finanziaria e di riserva di cassa necessaria a garantire almeno la realizzazione delle attività di manutenzione ed il rimborso delle rate del debito contratto.

Le elaborazioni ed i calcoli dovranno essere riferiti almeno a due opzioni relative al *mix* di risorse finanziarie ovvero ipotizzando sia l'intera copertura del fabbisogno con capitale proprio sia tramite un *mix* di capitale proprio e di capitale di debito.

- (d) Analisi dei rischi. Il documento (massimo 25 pagine) dovrà includere l'identificazione dei principali rischi relativi al progetto e gli strumenti/modalità disponibili per un'efficace mitigazione dei loro possibili effetti. Il documento dovrà essere integrato da opportune matrici di rischio (*cfr.* Allegato 2.3) dalle quali sia possibile evincere in modo sintetico la tipologie di rischio, il soggetto su cui è possibile allocare lo specifico rischio e gli strumenti/modalità più efficaci per una corretta mitigazione;
- (e) Analisi di sensitività Sulla base dell'analisi dei rischi dovrà essere elaborata una analisi di sensitività i cui risultati dovranno essere riassunti in una relazione (massimo 20 pagine) da cui sia possibile evincere:

- variabile/i su cui è effettuata l'analisi di sensitività (ad esempio, incremento dei costi di costruzione del 10%);
- valore assunto dagli indici di bancabilità e di redditività in assenza di attivazione degli strumenti/modalità di mitigazione del rischio;
- valore assunto dagli indici di bancabilità e di redditività in caso di attivazione degli strumenti/modalità di mitigazione del rischio (ad esempio penali a carico del costruttore).

3 Identificazione degli Scenari che presentano le migliori caratteristiche di redditività finanziaria

3.1 Finalità

Sulla base degli esiti delle analisi svolte nella Fase 2, dovranno essere individuati quegli scenari che presenteranno:

- le migliori caratteristiche di fattibilità economico-finanziaria, intendendosi come tale quei livelli di redditività e di sostenibilità finanziaria che possono essere assicurati anche in condizioni differenti da quelle ipotizzate;
- la maggiore capacità di coinvolgere risorse private minimizzando l'impegno finanziario per l'Amministrazione Pubblica (*i.e.* contributi pubblici, sussidi ecc.).

Tali scenari, usualmente uno o due, costituiranno gli *scenari di base* che potranno costituire il riferimento per l'attuazione e l'eventuale finanziamento del progetto da parte dell'Amministrazione Pubblica.

3.2 Elaborati di base relativi agli Scenari di base individuati

A conclusione della Fase 3 dovrà essere prodotto un elaborato riassuntivo (massimo 15 pagine) degli elementi e dei risultati qualificanti gli *scenari di base* individuati, da cui sia possibile evincere:

- (a) scenari base completi di:
 - struttura finanziaria ipotizzata;
 - principali risultati economico-finanziari (livello dei ricavi, dei costi, degli investimenti, struttura delle fonti di finanziamento, indici di redditività e di bancabilità);
- (b) un confronto delle principali motivazioni che comportano la loro determinazione con scenari base, tenuto conto, tra gli altri, di:
 - analisi dei rischi;
 - analisi di sensitività;
 - capacità di massimizzare l'apporto di risorse private.

4 I dati e le ipotesi di maggior sensibilità

4.1 *L'analisi della Domanda*

Tra le differenti ipotesi economiche poste alla base dell'impostazione e dello sviluppo del PEF per un progetto infrastrutturale in cui si preveda il coinvolgimento, totale o parziale, di finanziamenti privati, l'analisi della domanda, attuale e potenziale, svolge un ruolo fondamentale. Tale analisi costituisce, infatti, uno degli elementi di maggiore influenza sull'AF, in quanto l'attendibilità e la correttezza delle stime e delle previsioni in essa contenute hanno riflessi diretti:

- sulla redditività del progetto, volumi instabili di utenza o quote di mercato volatili configurano un profilo di ricavi altrettanto “instabile” che non assicura il livello di redditività esposto per l'intera durata della gestione privata o pubblico-privata dell'intervento;
- sulla bancabilità dell'investimento. Un andamento “instabile” dei ricavi e conseguentemente degli incassi influisce sulla capacità dell'investimento di far fronte all'indebitamento contratto e sulla struttura delle garanzie richiedibili al soggetto privato;
- sui livelli di rischio commerciale (mercato utenti/acquirenti e qualità richiesta del servizio, quota di mercato attuale e potenziale), operativo (manutenzioni ordinarie, gestione magazzino e scorte ecc.) e finanziario (politiche di credito clienti, gestione della cassa ecc.) che caratterizzano l'intervento;
- sulla ripartizione, tra Amministrazione e soggetto privato, dei rischi che caratterizzano l'intervento.

Alla luce di queste considerazioni si ritiene che in presenza di limiti oggettivi alla possibilità di qualificare la domanda attuale e potenziale con adeguata precisione nell'ambito di uno SdF –a mano di non dover procedere ad analisi specifiche in considerazione dell'entità e della tipologia degli investimenti in causa¹¹-sia, quantomeno, importante ricorrere ad un'analisi storica dell'offerta e della domanda,

¹¹ Questo è il caso tipico del settore dei Trasporti con particolare riferimento ai collegamenti viari a pedaggio e al trasporto rapido di massa.

esplicitando chiaramente i criteri adottati dall'Amministrazione per le proprie stime e valutazioni.

4.2 Le ipotesi per l'attualizzazione dei flussi di cassa

La scelta dei tassi di sconto da applicare per l'analisi dei flussi di cassa generati da un investimento pubblico, finanziato in tutto o in parte dal soggetto privato, richiede la considerazione di alcuni elementi aggiuntivi come:

- il valore finanziario del tempo;
- la rischiosità del progetto;
- la struttura finanziaria definita per la copertura delle spese d'investimento.

Il tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa deve rappresentare, in altri termini, il costo del capitale necessario a finanziare l'investimento.

Tra i numerosi approcci utilizzabili per la definizione del costo capitale investito quello più diffuso, sia dal punto di vista teorico che da quello applicativo, è il Costo Medio Ponderato del Capitale (*Weighted Average Cost of Capital* - WACC¹²).

Il tasso di sconto così determinato rappresenta in maniera compiuta il costo del capitale nelle sue diverse componenti – capitale di debito e capitale di rischio – tenendo conto che:

¹² E' opportuno ricordare che la formula del WACC di norma adottata nell'ambito delle valutazioni d'impresa risulta essere la seguente:

$$WACC = K_E \frac{E}{D+E} + K_D \frac{D}{D+E} (1-t)$$

Dove:

- E capitale di rischio;
D indebitamento;
K_E tasso di rendimento del capitale di rischio;
K_D tasso di rendimento sull'indebitamento,
t aliquota fiscale per il calcolo del beneficio fiscale derivante dalla deducibilità, ai fini delle imposte indirette (cosiddetto scudo fiscale).

Cfr. Tra i maggiori autori a titolo esemplificativo F. Modigliani e M.H. Miller "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" – 1958 – in American Economic Review e Black F. e M. Scholes "The pricing of options and Corporate liabilities" – 1967; W.F. Sharpe "A simplified model for portfolio analysis" – 1963 in Management and Science; J. Lintner "The evaluation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets" – 1965 in Review of economics and statistics e "The aggregation of investors diverse judgements and preferences in purely competitive security market" – 1969 – in Journal of Financial and quantitative analysis; S.A. Ross "The capital asset pricing model, short sales restrictions and related issues" – 1976 – 1977 in Journal of Finance.

- dei benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli oneri fiscali sull'indebitamento;
- del livello di rischio che viene associato al progetto d'investimento rispetto al rischio che caratterizza gli investimenti alternativi nel settore specifico¹³.

L'adozione di tale approccio richiede, tuttavia, l'assunzione di ipotesi attendibili relativamente:

- alle differenti strutture finanziarie (proporzione tra capitale di debito e capitale di rischio) dei vari soggetti industriali operanti nel settore di appartenenza dello specifico progetto d'investimento;
- al tasso nominale medio di interesse applicato ai finanziamenti attivati (costo del capitale di debito – K_D);
- al rendimento medio atteso dagli azionisti per un progetto di investimento di pari rischiosità e con le stesse caratteristiche di quello intrapreso (costo del capitale proprio – K_E).

Si ritiene opportuno evidenziare come la formulazione di tali ipotesi, in linea generale, risulti di non immediata esplicitazione, in quanto, necessita:

- di adeguati livelli di informazione sul settore di appartenenza dello specifico progetto di investimento, nei termini di profilo economico-finanziario dei soggetti industriali che vi operano: Tali informazioni sono finalizzate ad individuare il *range* di strutture finanziarie che caratterizza i soggetti industriali operanti sul mercato nazionale e/o estero¹⁴.
- Dell'accesso alle maggiori fonti informative che elaborano e forniscono alcuni dei dati necessari alla formulazione delle ipotesi relative al costo del capitale di debito (ad es. i margini di remunerazione applicabili sul tasso-base¹⁵) e di rischio (ad es. i

¹³ Cfr. T.Boeri, R. Cohen – EGEA 1998

¹⁴ In questo caso i mercati esteri presi a riferimento devono presentare profili economici e politico-sociali comparabili con quelli nazionali.

¹⁵ In questo caso si dovrebbe poter fare riferimento ai margini applicati all'indebitamento a medio lungo-termine sul mercato nazionale e/o estero riferendosi a operatori industriali operanti nel settore di appartenenza dello specifico progetto.

coefficienti di stima del c.d. “premio al rischio” con cui procedere alla definizione della remunerazione del capitale proprio investito¹⁶).

Al fine di evitare, inoltre, le difficoltà connesse alla determinazione di una stima puntuale della remunerazione del capitale investito, è possibile far riferimento ad un *range* di oscillazione per lo stesso parametro. Tale *range* deve essere definito in funzione delle differenti strutture finanziarie prevalentemente adottate nel settore di riferimento.

¹⁶ La stima del costo del capitale di rischio (i.e. remunerazione del capitale di rischio K_E) viene usualmente effettuata mediante l'applicazione del metodo che si basa sulla teoria di equilibrio del mercato dei capitali (*Capital Asset Pricing Model* – CAPM). Secondo tale metodo il costo del capitale di rischio è pari al tasso di rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio maggiorato di un premio al rischio determinato in base all'applicazione di un coefficiente (i.e. beta) pari alla differenza tra il tasso privo di rischio ed il rendimento atteso dal mercato azionario. Per la determinazione del tasso di rendimento atteso dal mercato azionario può essere opportuno allinearsi allo standard adottato da molte società di servizi che producono stime dei coefficienti “beta” – ad es. Bloomberg – e che utilizzano come riferimento i rendimenti dell'indice di mercato nel quale opera l'impresa che effettua l'investimento.

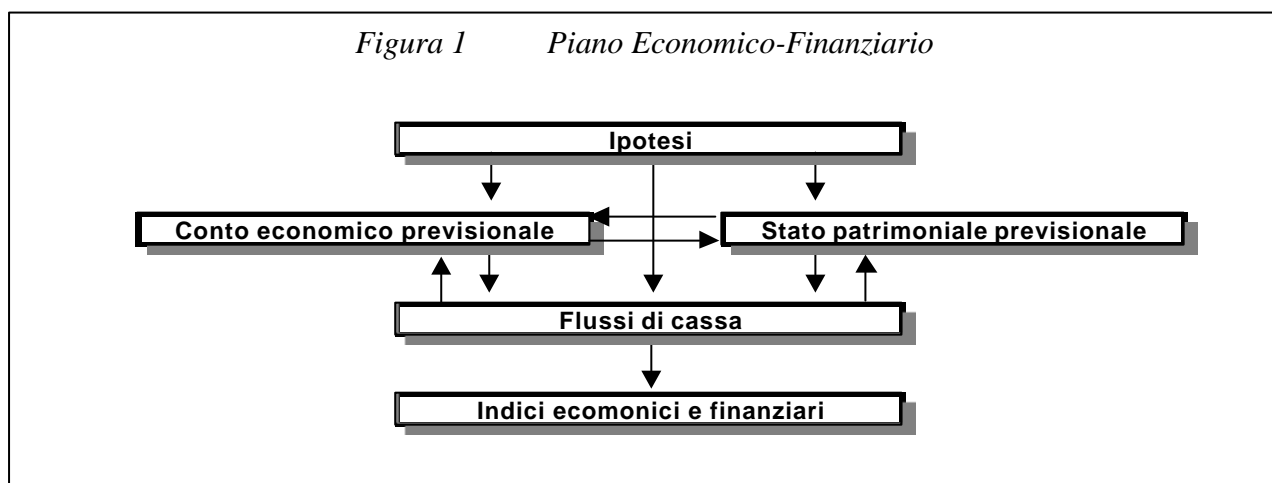
Allegato 2.1

PREDISPOSIZIONE DEL BILANCIO PREVISIONALE O PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

1. Predisposizione del Piano Economico-Finanziario

Il Bilancio previsionale o Piano Economico Finanziario (“PEF”) rappresenta il momento di sistematizzazione di tutti i dati e le ipotesi inerenti la realtà esaminata (*i.e.* progetto d’investimento).

Sviluppandosi attraverso un sistema di conti interdipendenti (Figura 1) permette, infatti, di determinare la convenienza economica dell’iniziativa e la capacità del progetto di



rimborsare il debito e di remunerare il capitale di rischio.

Il primo passo da compiere nella costruzione del PEF consiste nella predisposizione di un dettagliato e plausibile *set* di ipotesi fondamentali da impiegare come base informativa per la costruzione successiva degli schemi di Conto economico e Stato patrimoniale previsionali nonché per il calcolo dei Flussi di cassa generati dall’investimento¹⁷.

Il processo logico da seguire può essere suddiviso in tre fasi successive:

- 1) quantificazione e trasposizione negli schemi di bilancio e nel flusso di cassa operativo dei valori connessi alla gestione operativa (costruzione e gestione) del progetto;

¹⁷ Cfr. precedente Cap.2-Par. 2.3.

- 2) quantificazione e trasposizione negli schemi di bilancio e nel flusso di cassa netto dei valori inerenti la dinamica finanziaria dell'investimento.
- 3) Calcolo degli indici per l'analisi della convenienza economica e della sostenibilità finanziaria.

1.1 Prima Fase

La *prima fase* viene sviluppata a partire da una serie di passaggi fondamentali:

- (a) Determinazione dei parametri macro-economici di riferimento, fra cui in particolare si individuano:
 - tasso di inflazione atteso, definito annualmente, lungo l'intero arco previsionale considerato;
 - andamento dei tassi di interesse che andranno ad impattare sul costo delle fonti di finanziamento.
- (b) Analisi del programma degli investimenti e degli interventi di manutenzione straordinaria, da cui risulterà la:
 - determinazione del valore degli investimenti sia a livello complessivo che a livello disaggregato (opere civili, opere impiantistiche, espropri, ecc.);
 - quantificazione degli oneri totali relativi alla manutenzione straordinaria;
 - ripartizione temporale degli importi individuati seguendo l'evoluzione prevista nel piano dei lavori e della manutenzione;
- (c) Stima dei ricavi di esercizio, che possono distinguersi, rispettivamente, in:
 - tariffari;
 - non tariffari.

Detti ricavi, come gli altri importi inseriti nel PEF, sono espressi a valori correnti e vengono determinati sulla base delle risultanze dell'analisi della domanda (attuale e potenziale) dei beni prodotti e/o servizi prestati;

- (d) Stima dei costi operativi, fra cui rientrano:
 - costi del personale;
 - costi per acquisti di beni e servizi;
 - costi di manutenzione ordinaria;
 - costi di assicurazione;
 - spese generali;
 - altri costi.

La componente variabile del totale dei costi di gestione, che per definizione risulta proporzionale al livello di attività svolto, deve essere in analogia con i ricavi, determinata sulla base delle risultanze emerse dall'analisi della domanda.

- (e) Individuazione della normativa fiscale di riferimento, in particolare rispetto a:
- Imposte dirette (IRPEG e IRAP);
 - Imposte indirette (IVA, imposta di registro, ecc.);
 - Modalità di ammortamento applicabili all'investimento iniziale e agli altri oneri capitalizzati.
- (f) Determinazione della dinamica del Capitale Circolante Netto (CCN) esplicitata attraverso la definizione delle seguenti ipotesi:
- Tempi medi di incasso;
 - Tempi medi di pagamento;
 - Tasso di rotazione del magazzino.

Sulla base dei dati raccolti e dei risultati delle analisi fin qui disponibili viene sviluppata, seguendo la procedura illustrata nella Figura 2, la prima parte, connessa alla gestione operativa del progetto, degli schemi di Bilancio previsionale e dei Flussi di cassa.

La costruzione del PEF, in questa prima fase, permette di individuare alcune voci di particolare importanza per lo svolgimento delle successive valutazioni inerenti la convenienza economica del progetto. In particolare si considerano:

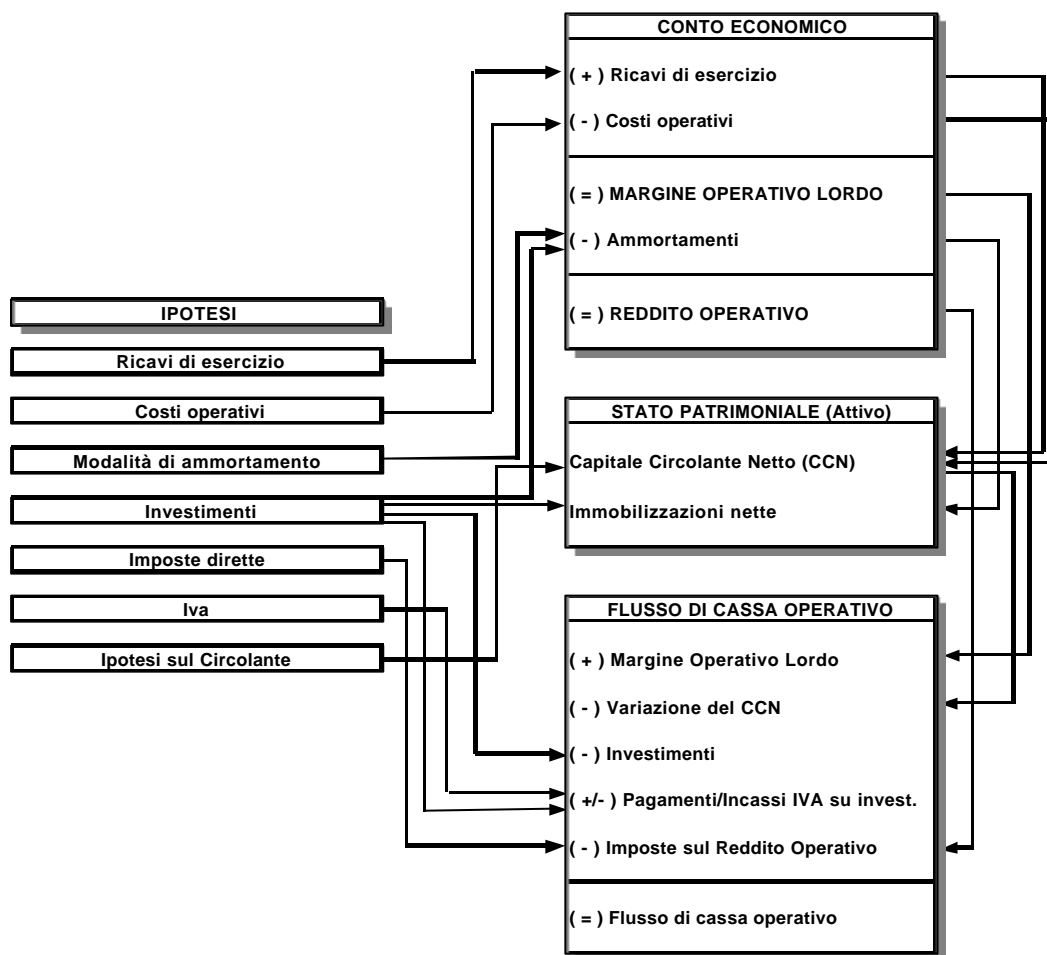
- (a) nel Conto economico, il Margine Operativo Lordo, dato dalla differenza fra ricavi e costi operativi, e il Reddito operativo che riporta a detrazione del MOL la somma degli ammortamenti realizzati nel corso dell'esercizio;
- (b) nello Stato patrimoniale, il totale delle Immobilizzazioni, espresse al netto del corrispondente Fondo di ammortamento, e il Capitale Circolante Netto, inteso come differenza fra attività correnti¹⁸ e passività correnti¹⁹;
- (c) infine, nel calcolo dei Flussi di cassa, l'importo corrispondente al Flusso monetario generato dalla gestione operativa che rappresenta uno degli elementi essenziali per la determinazione del valore e della redditività caratteristici del progetto di investimento.

¹⁸ Principalmente crediti verso clienti e scorte di magazzino.

¹⁹ Riconducibili sostanzialmente al totale dei debiti di fornitura.

Figura 2

Sviluppo del Piano Economico-Finanziario: prima fase

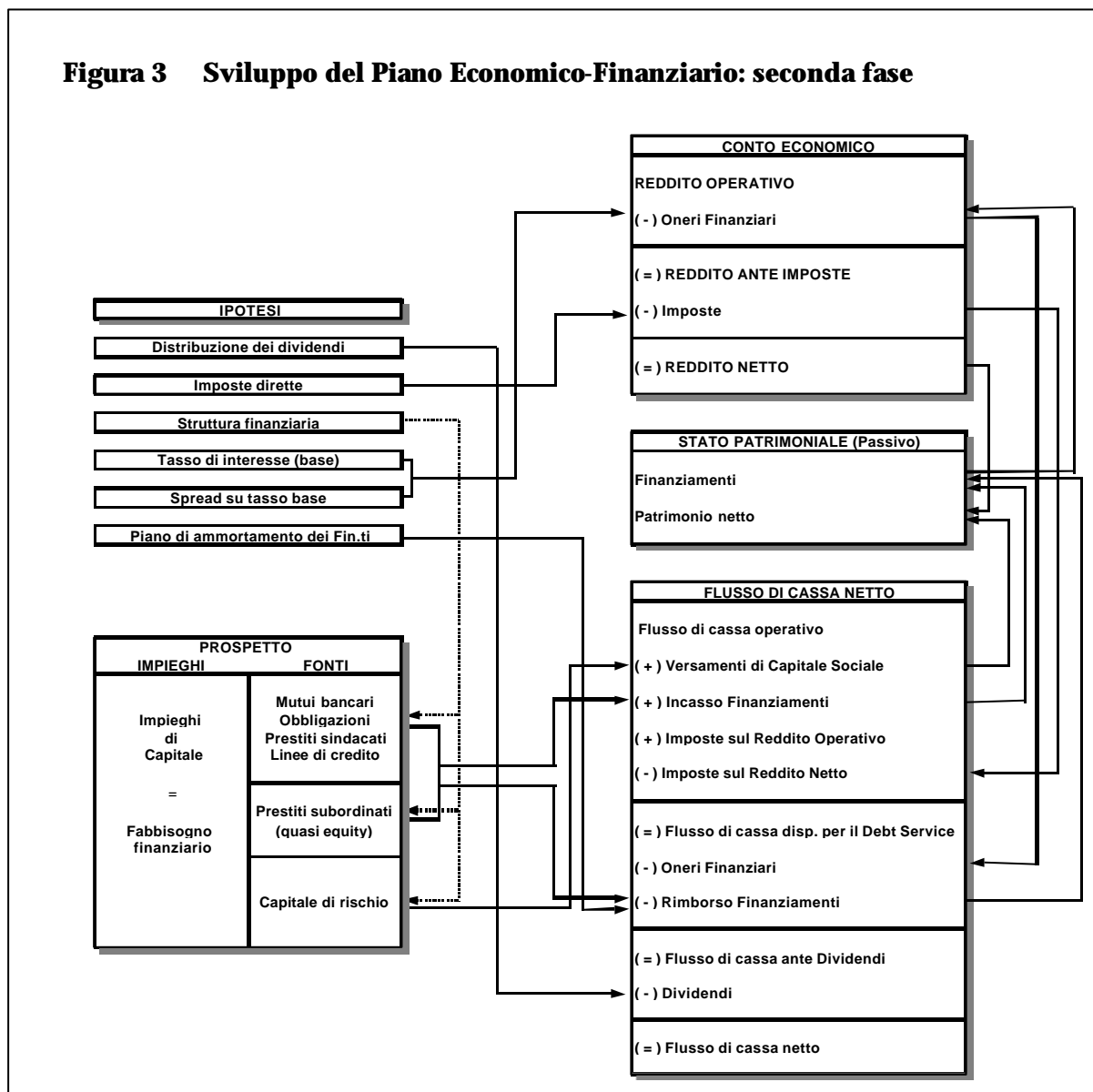


1.2 Seconda Fase

Il passaggio alla seconda fase del processo di elaborazione del PEF, volta a rappresentare l'impatto della dinamica finanziaria connessa all'iniziativa, presuppone l'espletamento di ulteriori analisi e la definizione di ipotesi aggiuntive rispetto a quelle già illustrate in precedenza.

Una volta definito il fabbisogno finanziario generato dal progetto, rappresentato dagli impieghi di capitale richiesti per la sua realizzazione e dalla loro articolazione ottimale nel tempo, andranno opportunamente valutate le tipologie di finanziamento disponibili

onde pervenire alla determinazione del *mix* di risorse ritenute maggiormente adeguate al caso specifico in esame (Cfr. Figura 3 “Prospetto fonti-impieghi”).



In particolare quanto esposto prevede:

- L'analisi delle risorse finanziarie reperibili e la definizione della struttura finanziaria "obiettivo" che si intende implementare. Andranno indicati a tal fine:

- a. le diverse modalità di finanziamento prescelte, distinguendole fra debito, capitale di rischio e altri mezzi propri²⁰;
 - b. il peso relativo (espresso in percentuale sul totale) assunto da ciascuna fonte di copertura rispetto al fabbisogno finanziario complessivo;
 - c. la definizione degli elementi qualificanti di ogni tipologia di indebitamento selezionata, fra cui:
 - l'importo complessivo del finanziamento;
 - la tempistica concordata per la sua erogazione, definita rispetto alla dinamica del fabbisogno finanziario del progetto;
 - il tasso base prescelto e lo *spread*²¹ richiesto dagli enti finanziatori;
 - il piano di rimborso del prestito e la durata complessiva del finanziamento.
- (b) La determinazione della politica dei dividendi da attuare, rappresentata nell'ipotesi di distribuzione dei flussi di cassa disponibili.

Sulla base delle informazioni aggiuntive così selezionate viene completata, seguendo la procedura illustrata nella Figura 3, la seconda parte degli schemi di bilancio previsionale e dei flussi di cassa.

Lo sviluppo del PEF, in questa fase conclusiva, permette di giungere alla determinazione di alcune voci di particolare rilevanza poste a fondamento della successiva analisi di sostenibilità finanziaria del progetto di investimento. In particolare si potranno individuare:

- (a) nel Conto economico, il Reddito Netto ottenuto sottraendo dal Reddito operativo gli oneri finanziari e le imposte di esercizio;
- (b) nello Stato patrimoniale, la struttura finanziaria dell'iniziativa espressa nel rapporto Totale finanziamenti-Patrimonio netto;
- (c) nel calcolo dei flussi di cassa, gli importi corrispondenti al Flusso monetario disponibile per il servizio del debito²², quelli relativi al Flusso di cassa *ante*

²⁰ I prestiti subordinati, spesso erogati dagli stessi soci della società di progetto, presentano caratteristiche di rischio e di esigibilità del tutto simili al capitale di rischio e vengono pertanto inseriti fra i mezzi propri ai fini della valutazione della struttura finanziaria e della bancabilità dell'investimento.

²¹ Lo *spread* rappresenta il margine di remunerazione aggiuntivo richiesto dai finanziatori in relazione al livello di rischio attribuito all'investimento specifico.

dividendi²³ e, detratta la cifra da corrispondere agli azionisti, il Flusso di cassa netto che andrà riportato nella corrispondente voce dell'attivo dello Stato patrimoniale (Cassa e/o Banche C/C).

1.3 Terza Fase

Come inizialmente accennato, la costruzione del modello economico-finanziario permette di sviluppare, passando attraverso la determinazione dei flussi di cassa generati dal progetto, un sistema di indicatori atto a valutare la convenienza economica dell'iniziativa e la sua sostenibilità finanziaria.

1.3.1 Analisi della convenienza economica

L'analisi della convenienza economica legata ad un investimento può essere impostata facendo riferimento a diverse metodologie di valutazione.

Fra queste le più comunemente utilizzate sono quelle basate sul calcolo di specifici indicatori idonei a fornire un giudizio sintetico sulla capacità dell'investimento di creare valore e generare un'adeguata redditività.

In proposito si intende fare riferimento ai criteri impostati sulla definizione del TIR (Tasso Interno di Rendimento) e del VAN (Valore Attuale Netto).

a) Criterio di valutazione basato sul calcolo del VAN

Il VAN rappresenta la ricchezza incrementale generata dall'investimento, espressa come se fosse immediatamente disponibile nell'istante in cui viene effettuata la valutazione. Analiticamente risulta determinato come somma algebrica dei flussi di cassa operativi

²² Il servizio del debito (*Debit Service*) è rappresentato dalla somma delle rate, riferite a ciascun esercizio, di tutti i finanziamenti considerati; tali rate comprendono normalmente una quota interessi e una quota destinata al rimborso del capitale.

Il flusso monetario disponibile per il servizio del debito è dato dal flusso di cassa che residua dopo aver sottratto dal MOL le imposte sul Reddito operativo, la variazione del Capitale circolante netto, gli investimenti e gli importi corrispondenti al pagamento/incasso dell'IVA sugli stessi, le erogazioni di capitale proprio e di capitale di debito.

²³ E' il flusso di cassa disponibile per il pagamento dei dividendi agli azionisti.

attesi dalla realizzazione dell'intervento, scontati al tasso corrispondente al costo stimato del capitale investito²⁴.

Un VAN positivo testimonia, in sostanza, la capacità del progetto di liberare flussi monetari sufficienti a ripagare l'esborso iniziale, remunerare i capitali impiegati nell'operazione e lasciare eventualmente risorse disponibili per altre ulteriori destinazioni. Qualunque investimento produca quindi un $VAN \geq 0$ andrebbe sicuramente realizzato.

Il calcolo del Valore Attuale Netto collegato ad una specifica iniziativa prevede normalmente un procedimento articolato in due stadi:

- il primo, in cui la valutazione viene svolta considerando il progetto di investimento nell'ipotesi di finanziamento con apporto esclusivo di capitale proprio (alternativa *all equity*); in tal caso il tasso di attualizzazione da impiegare rispecchierà il solo costo del capitale di rischio, corrispondente al rendimento richiesto dagli azionisti in assenza di indebitamento.
- il secondo, contempla invece la possibilità di ricorso a fonti di copertura esterne in aggiunta ai mezzi propri messi a disposizione dagli azionisti. Al valore creato dall'investimento in esame, considerato a prescindere dalla struttura finanziaria applicata (primo stadio), si andrà ad aggiungere il valore attuale dei risparmi d'imposta dovuti alla possibilità di dedurre dal reddito imponibile gli interessi passivi di competenza (beneficio fiscale del debito); in tal caso il costo del capitale investito dovrà essere calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*).

b) Criterio di valutazione basato sul calcolo del TIR

Il Tasso Interno di Rendimento viene 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. Sotto un'altra accezione, il TIR può essere interpretato come misura di redditività lorda, espressione del rendimento ricavabile dalla realizzazione dell'investimento calcolato senza tenere in considerazione il costo delle risorse impiegate.

Il criterio di valutazione in esame prevede il confronto fra il TIR calcolato per il progetto e un tasso soglia che, coerentemente con quanto esposto a proposito del VAN,

²⁴ Il costo del capitale investito viene qui inteso come "costo-opportunità" esprimendo il rendimento che i sottoscrittori delle passività finanziarie poste a copertura del fabbisogno iniziale giudicano accettabile in rapporto al rischio da essi sopportato.

corrisponderà al costo stimato del capitale investito. Ogni qualvolta un investimento presenti un rendimento (misurato dal TIR) superiore al costo delle fonti necessarie per finanziarlo, andrebbe sicuramente realizzato in quanto economicamente conveniente.

La convenienza economica di un'operazione di investimento deve essere valutata anche ponendosi nell'ottica dei soci della società di progetto, onde apprezzare il livello di redditività da questi conseguito. In tal caso il TIR e il VAN andranno calcolati sui flussi di cassa di spettanza degli azionisti²⁵ e il tasso di attualizzazione impiegato esprimerà il solo costo opportunità del capitale di rischio.

1.3.2 *Analisi della sostenibilità finanziaria*

Non tutti gli investimenti economicamente convenienti risultano poi fattibili dal punto di vista finanziario. Con l'espressione "sostenibilità finanziaria" si intende fare riferimento alla capacità del progetto di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti e un'adeguata redditività per gli azionisti. Quanto detto può essere rappresentato dalla semplice condizione secondo cui il Flusso di cassa netto, determinato secondo il procedimento illustrato in precedenza (Cfr. Figura 3), dovrà assumere un valore sempre positivo, al limite pari a zero, per ogni periodo di analisi considerato.

La sostenibilità finanziaria di un progetto può essere espressa anche in termini di bancabilità facendo riferimento a particolari indicatori capaci di valutare il margine di sicurezza su cui i soggetti finanziatori possono contare per essere garantiti sul puntuale pagamento del servizio del debito.

I principali coefficienti di copertura considerati sono due: (a) *Debt Service Cover Ratio* (DSCR); (b) *Loan Life Cover Ratio* (LLCR).

a) Criterio di analisi basato sul calcolo Debt Service Cover Ratio

Il DSCR 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 progetto²⁶ e il servizio del debito comprensivo di quota capitale e quota interessi.

²⁵ Il flusso di cassa degli azionisti viene calcolato indicando con segno negativo i versamenti monetari di capitale sociale e con segno positivo i dividendi percepiti e l'eventuale cassa residua risultante alla fine del periodo di valutazione.

²⁶ Il flusso di cassa a cui si intende fare riferimento in questa sede è il Flusso di cassa disponibile per il servizio del debito così come è stato definito in precedenza (Cfr. Figura 3).

Il significato di tale indicatore risulta di facile e diretta interpretazione: 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 valore minimo del quoziente, per risultare accettabile, non può comunque essere pari ad uno poiché in tal caso risulterebbe compromessa, fino al totale rimborso del debito, la possibilità di erogare dividendi agli azionisti. Del resto, se il *DSCR* viene calcolato in una logica previsionale, è presumibile che anche i finanziatori dell'operazione richiedano un adeguato margine di garanzia.

Non esiste tuttavia un livello standard con cui confrontare gli indici di copertura del debito, il limite considerato ammissibile verrà di volta in volta negoziato in relazione alla rischiosità del progetto, alla garanzie fornite e alla forza contrattuale delle parti.

b) Criterio di analisi basato sul calcolo del Loan Life Cover Ratio

Il *LLCR* è definito come il quoziente tra la somma attualizzata dei flussi di cassa disponibili per il *Debt Service*, compresi fra l'istante di valutazione e l'ultimo anno previsto per il rimborso dei finanziamenti, e il debito residuo considerato allo stesso istante di valutazione.

Il numeratore del rapporto rappresenta quindi il valore (attuale) dei flussi generati dal progetto su cui i finanziatori possono contare per il futuro rientro delle somme ancora dovute (espresse al denominatore).

In virtù di quanto esposto risulta pertanto chiaro che, più l'indice di copertura considerato assume valori superiori all'unità (punto di equilibrio), maggiore risulterà la solidità finanziaria dell'investimento e la garanzia del rimborso ottenuta dai finanziatori.

Allegato 2.2

PROSPETTI TIPO PER LA PREDISPOSIZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO

2.2.1 Prospetto tipo del conto economico - Fase 1

	Anno	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno (...)
+	Ricavi tipo (a)						
+	Ricavi tipo (b)						
+	Ricavi tipo (c)						
+	Ricavi tipo (...)						
+	(A) Ricavi totali						
(-)	Acquisto Materie prime						
(-)	Costi per servizi						
(-)	- Costi per servizi (elettricità, acqua, ecc.)						
(-)	- Altri costi (leasing, godimento beni di terzi)						
(-)	Costi per manutenzione ordinaria e straordinaria						
(-)	Costo del personale						
(-)	(B) Costi operativi totali						
+/-	(C) Margine operativo lordo = (A) + (B)						
(-)	Ammortamenti beni materiali						
(-)	Ammortamenti beni immateriali						
(-)	Ammortamenti oneri finanziari capitalizzati						
(-)	Accantonamento a fondo manut.ne straordinaria						
+	Utilizzo dei fondi ammortamento/accantonamento						
+/-	(D) Totale ammortamenti e accantonamenti						
+/-	(E) Margine operativo netto = (C) + (D)						

2.2.2 Prospetto tipo per il calcolo dei flussi di cassa - Fase 1

		Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno (...)
	(-) Investimenti tipo (A)						
	(-) Investimenti tipo (B)						
	(-) Investimenti tipo (C)						
	(-) Investimenti tipo (...)						
(A1)	(-) Totale investimenti						
(A2)	+/-) Iva su investimenti						
(A)	+/-) Totale flussi di cassa riferiti ad investimenti (A1) + (A2)						
(B)	+/-) Margine operativo lordo						
(C)	+/-) Variazione del capitale circolante netto						
(D)	+/-) Flusso di cassa per calcolo del TIR di progetto lordo (A) + (B) + (C)						
(E)	(-) Imposte sul reddito (calcolate su Margine operativo netto)						
(F)	(-) Flusso di cassa per calcolo del TIR di progetto lordo (D) + (E)						

2.2.3 Prospetto tipo del conto economico - Fase 2

	Anno	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno (...)
+	Ricavi tipo (a)						
+	Ricavi tipo (b)						
+	Ricavi tipo (c)						
+	Ricavi tipo (...)						
+	(A) Ricavi totali						
(-)	Acquisto Materie prime						
(-)	Costi per servizi						
(-)	- Costi per servizi (elettricità, acqua, ecc.)						
(-)	- Altri costi (leasing, godimento beni di terzi)						
(-)	Costi per manutenzione ordinaria e straordinaria						
(-)	Costo del personale						
(-)	(B) Costi operativi totali						
+/-	(C) Margine operativo lordo = (A) + (B)						
(-)	Ammortamenti beni materiali						
(-)	Ammortamenti beni immateriali						
(-)	Ammortamenti oneri finanziari capitalizzati						
(-)	Accantonamento a fondo manut.ne straordinaria						
+	Utilizzo dei fondi ammortamento/accantonamento						
+/-	(D) Totale ammortamenti e accantonamenti						
+/-	(E) Margine operativo netto = (C) + (D)						
(-)	Oneri finanziari						
+	Oneri finanziari capitalizzati						
	(F) Totale oneri finanziari						
+/-	(G) Utile ante imposte = (F) - (E)						
(-)	Imposte e tasse						
+/-	(H) Utile netto = (G) - imposte e tasse						

2.2.4 Prospetto tipo dello stato patrimoniale – Fase 2

	ANNO 1	ANNO 2	ANNO 3	ANNO 4	ANNO 5	ANNO (...)
ATTIVO						
<u>IMMOBILIZZAZIONI</u>						
Immobilizzazioni materiali						
Fondo ammortamento						
Immobilizzazioni materiali nette						
<u>COSTI CAPITALIZZATI</u>						
Interessi bancari						
Fondo ammortamento						
Interessi subordinati						
Fondo ammortamento						
Commissioni bancarie						
Fondo ammortamento						
Altri costi pluriennali (consulenti)						
Fondo ammortamento						
Costi capitalizzati netti						
<u>CREDITI</u>						
IVA						
Commerciali						
Crediti totali						
<u>TESORERIA</u>						
Tesoreria disponibile						
Riserva di cassa per la copertura del debito (DSRA)						
Tesoreria totale						
ATTIVO TOTALE						
PASSIVO						
<u>MEZZI PROPRI</u>						
Capitale						
Riserva legale						
Utlili/(perdite) cumulati						
Totale mezzi propri						
<u>DEBITI A MEDIO LUNGO TERMINE</u>						
Linea di credito principale						
Linea di credito IVA						
Debito subordinato						
Linea di credito stand by						
Debito subordinato stand by						
Debiti a medio e lungo termine totali						
<u>DEBITI A BREVE TERMINE</u>						
Dilazioni su investimenti						
Retention money guarantee						
Debiti commerciali						
Debito IRPEG						
Debito IRAP						
Debito vs soci conto dividendi						
Debiti a breve termine totali						
PASSIVO TOTALE						

2.2.5 Prospetto tipo dei flussi di cassa - Fase 2

		Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno(....)
(-)	Investimenti tipo (A)						
(-)	Investimenti tipo (B)						
(-)	Investimenti tipo (C)						
(-)	Investimenti tipo (.....)						
(-)	Totale investimenti						
+/(-)	Iva su investimenti						
+	Ricavi						
(-)	Costi Operativi						
+/(-)	Margine operativo lordo						
+/(-)	Variazione del capitale circolante netto						
+/(-)	Flusso di cassa operativo per calcolo del TIR di progetto lordo						
(-)	Imposte sul reddito (calcolate su Utile ante imposte)						
+/(-)	Flusso di cassa operativo per calcolo del TIR di progetto netto						
	<u>Erogazioni</u>						
+	Linea di credito principale						
(-)	<i>commissioni up front</i>						
(-)	<i>commissioni mancato utilizzo</i>						
+	Linea di credito stand by						
(-)	<i>commissioni up front</i>						
(-)	<i>commissioni mancato utilizzo</i>						
+	Linea di credito IVA						
(-)	<i>commissioni up front</i>						
(-)	<i>commissioni mancato utilizzo</i>						
(-)	<i>costo fidejussioni IVA</i>						
+	Debito subordinato						
+	Debito subordinato stand by						
+	Capitale proprio						
+/(-)	Flusso di cassa disponibile per rimborsi						
(-)	rimborsi capitale linea di credito principale						
(-)	interessi su linea di credito principale						
(-)	rimborsi capitale linea di credito stand by						
(-)	interessi su linea di credito stand by						
(-)	rimborsi capitale linea credito IVA						
(-)	interessi su linea di credito IVA						
(-)	compensi banca agente						
+/(-)	Flusso di cassa disponibile dopo le banche						
+/(-)	incremento/decremento Riserva del debito						
+/(-)	Flusso di cassa disponibile per il debito subordinato						
(-)	rimborsi capitale debito subordinato stand by						
(-)	interessi su debito subordinato stand by						
+/(-)	Flusso di cassa prima della distribuzione dei dividendi						
(-)	pagamento dividendi						
+/(-)	Cassa generata ante interessi attivi/passivi sulla tesoreria						
+/(-)	interessi su tesoreria						
+/(-)	Cassa generata nel periodo						
+	Riserva di cassa per il servizio del debito						
+/(-)	ESORERIA DISPONIBILE						

	Anno 1	Anno 2	Anno 3	Anno 4	Anno 5	Anno(....)
INDICI DI BANCABILITA'						
Tasso di attualizzazione						
Flusso di cassa disponibile per rimborsi						
Rata di rimborso linea di credito principale e stand by						
Residuo debito linea credito principale e stand by						
CALCOLO DEL LOAN LIFE COVER RATIO (LLCR)						
Flusso di cassa disponibile per rimborsi nell'anno x						
(1) VAN del flusso di cassa disponibile per rimborsi nell'anno X						
(2) Riserva di cassa per il servizio del debito nell'anno X						
Somma VAN flusso di cassa disponibile per rimborso e riserva per il debito (1)+(2)						
Residuo debito linea di credito principale e stand by						
LLCR						
CALCOLO DEL ANNUAL DEBIT SERVICE COVERAGE RATIO (ADSCR)						
Flusso di cassa disponibile per rimborsi						
Rata di rimborso linea di credito principale e stand by						
Residuo debito linea di credito principale e stand by						
ADSCR						
Min ADSCR						
Max ADSCR						
Medio ADSCR						
Min LLCR						
Max LLCR						
Medio ADSCR						
INDICI DI REDDIVITA'						
TIR del progetto (all equity - prima delle tasse)						
Investimenti						
Esborsi IVA						
Rimborsi IVA						
Flusso di cassa economico						
Variazione del capitale circolante						
Flusso di cassa operativo						
TIR del progetto (prima delle tasse) ?						
TIR del progetto (all equity - dopo le tasse)						
Imposte e tasse						
Flusso di cassa operativo						
TIR del progetto (dopo le tasse) ?						
VAN del progetto (dopo le tasse) ?						
TIR degli azionisti						
Versamenti di capitale						
Versamenti di debito subordinato						
Versamenti di debito subordinato stand by						
Rimborsi di debito subordinato						
Rimborsi di debito subordinato stand by						
Interessi su debito subordinato						
Interessi su debito subordinato stand by						
Dividendi						
Valore residuo di liquidazione						
Flusso di cassa annuale per gli azionisti						
TIR DEGLI AZIONISTI ?						
VAN degli azionisti ?						

ALLEGATO 2.3

MATRICE DEI RISCHI

In via generale la nozione di “rischio” può essere ricondotta a qualunque evento potenzialmente in grado di intervenire a modificare gli effetti o le conseguenze previste di un’attività preordinata al perseguimento di determinati obiettivi. Si tratta dunque di un concetto strettamente connesso all’aleatorietà del suo verificarsi, nel momento, nell’entità e nella sua eventuale ripetizione.

L’individuazione dello schema si basa sostanzialmente sullo sviluppo di due passaggi successivi e strettamente interrelati:

- l’identificazione e la definizione delle possibili categorie di rischio riscontrabili in relazione al singolo progetto d’investimento;
- l’allocazione degli stessi sui progetti reputati più idonei a garantire l’opportuna gestione e/o l’adeguata copertura.

Identificazione dei rischi

Una corretta e dettagliata identificazione di tutte le possibili categorie di rischio che caratterizzano il progetto infrastrutturale da realizzare costituisce l’elemento fondamentale di qualunque valutazione successiva.

Durante la vita economica di un progetto si possono distinguere almeno due fasi:

- fase di realizzazione dell’opera;
- fase operativa di gestione della stessa.

Esse risultano caratterizzate da categorie e profili di rischio diversi e da un differente impatto sul futuro esito dell’iniziativa.

Rischi tipici nella fase di realizzazione

La fase di realizzazione si caratterizza per una concentrazione di rischi di natura prevalentemente industriale che, specialmente nel caso di progetti infrastrutturali altamente integrati in complesse realtà ambientali o caratterizzati dall’impiego intensivo di nuove tecnologie, possono raggiungere livelli di elevata portata.

Il problema fondamentale consiste nella gestione dell’interazione fra tempi e costi di realizzazione, che in un momento in cui l’iniziativa non ha ancora incominciato a produrre flussi di cassa positivi può condurre a lievitazioni dei fondi necessari per la copertura del fabbisogno finanziario.

Le principali categorie di rischio associate alla fase di realizzazione possono essere così riassunte:

- rischi relativi alla progettazione;

- rischi amministrativi legati all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni;
- rischi legati alla tecnologia adottata;
- rischi connessi alla realizzazione materiale dell'opera (imprevisti, ritardi, extracosti, mancato rispetto delle specifiche tecniche, ecc.).

Rischi tipici della fase di gestione dell'opera

I principali rischi collegati a questa fase riguardano la vendita del prodotto o del servizio, il regolare approvvigionamento dei fattori produttivi e la resa degli impianti rispetto agli standard progettuali. Si tratta in pratica di:

- rischi legati alla errata previsione della domanda;
- rischi legati al mancato reperimento degli input di produzione;
- rischi generali connessi alla cattiva gestione del progetto.

Rischi comuni ad entrambe le fasi

Tra questi si evidenziano:

- rischio inflazione;
- rischio tasso d'interesse;
- rischio amministrativo;
- rischio politico;
- rischio legale.

Allocazione dei rischi

Nell'ipotesi di finanziamento dell'iniziativa secondo la struttura tipica della finanza di progetto, la distribuzione dei rischi fra i vari soggetti coinvolti nell'iniziativa rappresenta momento delicato e qualificante dell'intera operazione. L'obiettivo finale è quello di ottenere, tramite un processo di negoziazione, la migliore allocazione degli impegni previsti, individuando le parti che risultano più idonee alla gestione dei fattori che possono compromettere la riuscita dell'iniziativa.

Il confronto fra il modello della finanza di progetto e le forme tradizionali di appalto dei lavori e della gestione implica pertanto l'attenta valutazione dei rischi che l'Amministrazione intende trasferire al settore privato.

Date le caratteristiche e la parziale unicità di ciascun progetto da realizzare non è possibile individuare dei criteri univoci da applicare per la corretta allocazione dei rischi dell'iniziativa che andrà sviluppata pertanto sulla base di opportune valutazioni adattate di volta in volta al caso specifico.

Un utile strumento volto ad agevolare il processo di analisi e di allocazione dei rischi, fornendo in maniera chiara e sintetica tutta una serie di informazioni rilevanti, è la

matrice dei rischi. Si tratta di uno schema semplice e facilmente adattabile con il quale procedere all'individuazione:

- delle diverse tipologie di rischio possibili;
- delle probabile cause di accadimento degli eventi sfavorevoli;
- delle eventuali conseguenze per il progetto del verificarsi dei suddetti eventi;
- del soggetto (pubblico o privato) su cui ricadono gli effetti del fatto dannoso;
- delle conseguenze ipotizzabili per il soggetto danneggiato;
- delle modalità di copertura/limitazione del rischio.

Di seguito viene riportato, a titolo meramente esemplificativo, quello che potrebbe essere il risultato finale del processo fin qui delineato.

Rischio	Descrizione	Allocazione del rischio		
		Pubblico	Privato	Misto
Rischio di pianificazione	Il rischio che l'implementazione del progetto non sia in grado di attenersi ai termini previsti dalle autorizzazioni o che gli strumenti di pianificazione non siano sufficientemente dettagliati o che il progetto possa essere implementato solo a costi superiori a quelli previsti a causa di strumenti di pianificazione poco dettagliati			●
Rischio di progettazione	Rischio che il progetto non riesca ad erogare il servizio ai livelli di prestazione previsti o aggravio inatteso nei costi di realizzazione a causa di una cattiva progettazione		●	
Rischio costruzione	Rischio che la realizzazione dell'opera non avvenga nei tempi, nei costi e con le specifiche concordate		●	
Rischio tecnologico	Il rischio che una rapida obsolescenza della tecnologia adottata dal progetto non permetta di raggiungere gli stessi livelli di prestazione che si otterrebbero utilizzando le nuove tecnologie disponibili			●
Rischio gestione	Rischio che i costi operativi del progetto differiscano da quelli previsti a budget o che il livello di prestazione previsto non sia raggiunto o che il servizio non possa essere erogato		●	
Rischio manutenzione	Il rischio che i costi necessari a mantenere il bene in perfetto stato di funzionamento variano rispetto a quelli previsti a budget		●	
Rischio di disponibilità	Il rischio che la "quantità di servizio" fornito dal progetto sia inferiore alla quantità prevista nel contratto di servizio		●	
Rischio di finanziamento	Rischio di mancato reperimento delle risorse finanziarie nei termini e nelle condizioni necessarie alla realizzazione e gestione dell'iniziativa in linea con le previsioni economico-finanziarie iniziali		●	
Rischio domanda	Il rischio che la domanda relativa al progetto sia inferiore al livello previsto	●	●	●
Rischio di forza maggiore	Rischio che un evento imprevedibile ed incontrollabile da parte di tutte le parti coinvolte nel progetto comporti un aumento dei costi o, nei casi peggiori, l'impossibilità erogare il servizio o di acquistarlo			●
Rischio valore residuo	Rischio legato al valore dell'opera: <ul style="list-style-type: none"> al termine del periodo di concessione (inferiore al valore inizialmente atteso) in caso di risoluzione della concessione (valutazione del valore residuo dell'opera al fine del calcolo degli indennizzi) 			●
Rischio legale	Rischio che cambiamenti nella normativa vigente comportino un aumento nei costi (o riduzione dei ricavi) del progetto nella fase di realizzazione e/o gestione			●

Struttura tipo di “matrice dei rischi” – la tabella esemplifica le tipologie di rischio associate ad un’ipotetica iniziativa e le modalità di allocazione dei rischi. Chiaramente la relazione dello studio di fattibilità dovrà specificare anche i meccanismi (di norma contrattuali) attraverso cui l’allocazione viene effettuata.

ALLEGATO 3

Principali fasi del ciclo della programmazione, progettazione e
realizzazione di una opera pubblica

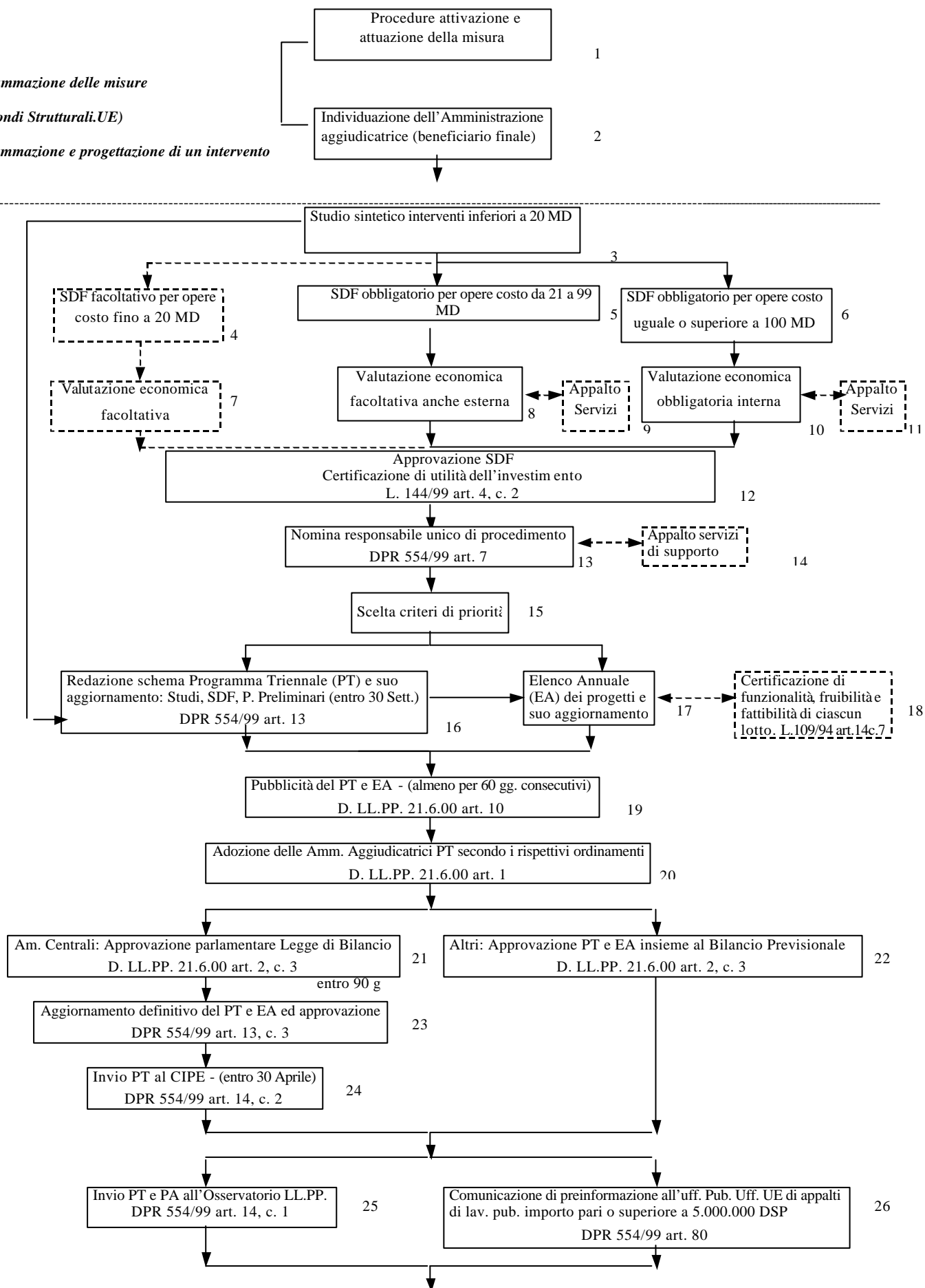
Flow chart

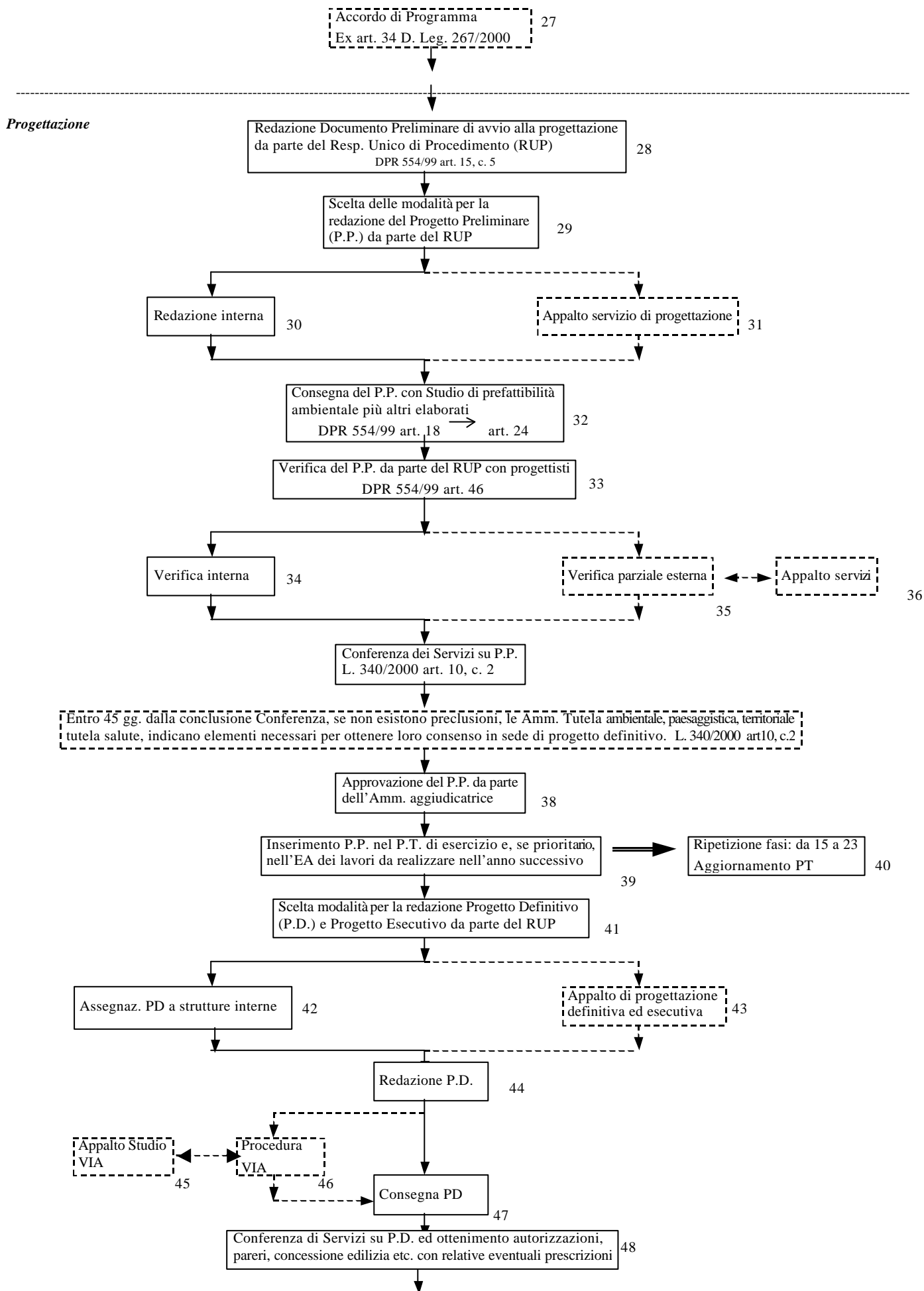
**PRINCIPALI FASI DEL CICLO DELLA PROGRAMMAZIONE, PROGETTAZIONE E REALIZZAZIONE DI UNA
OPERA PUBBLICA**

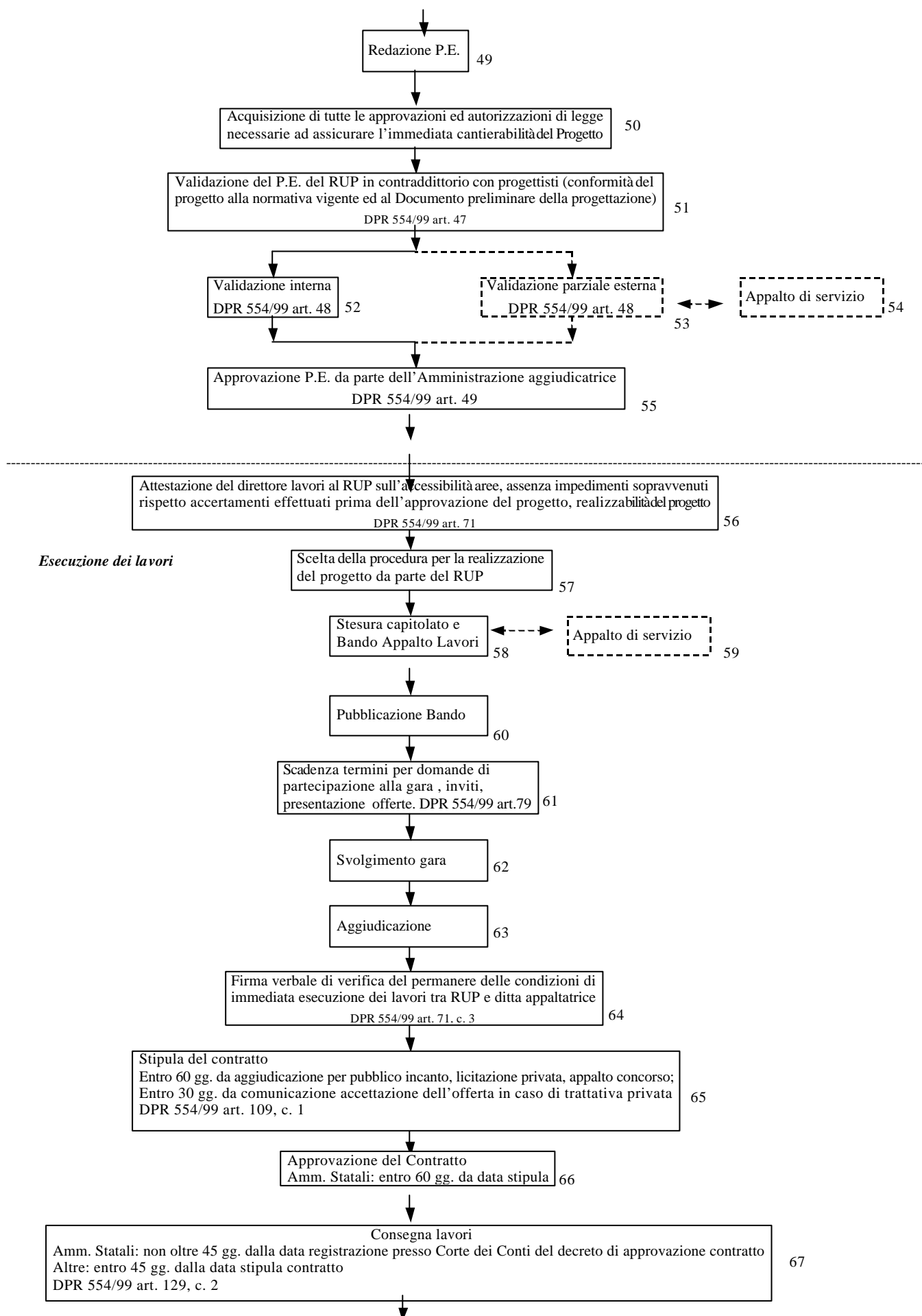
Programmazione delle misure

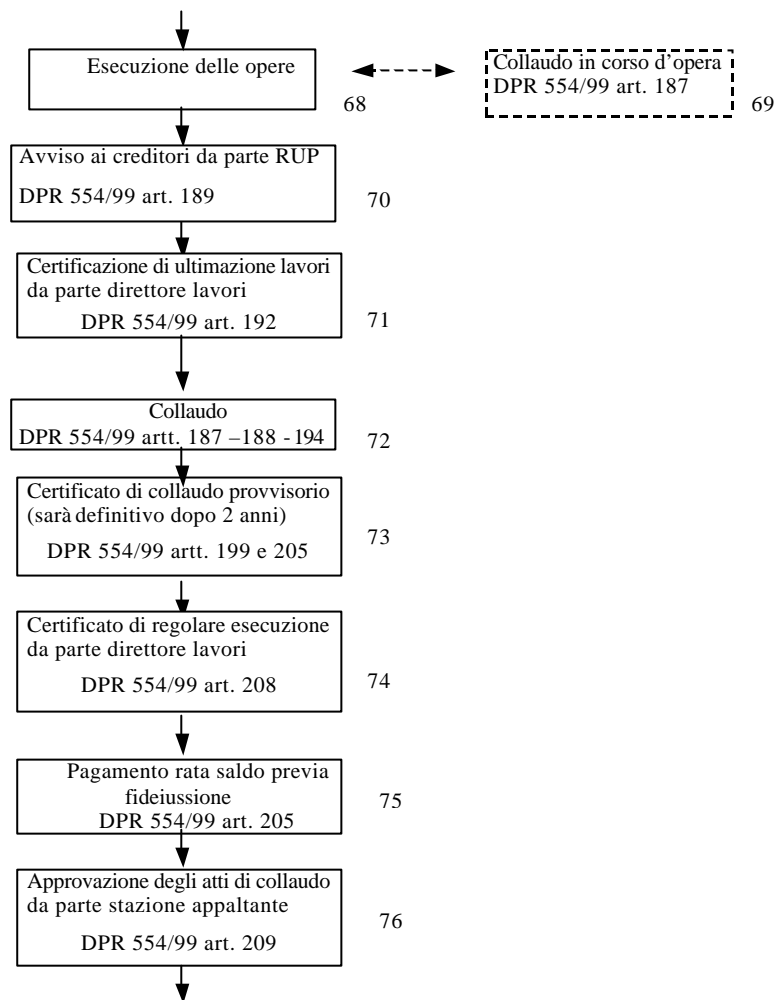
PO (Fondi Strutturali UE)

Programmazione e progettazione di un intervento









NB:

Si ipotizza che di norma l'amministrazione aggiudicataria svolga al proprio interno le diverse fasi.

I blocchi



riguardano fasi eventuali.