



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

Allegato B



---

## PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO

LINEE GUIDA PER LA PREDISPOSIZIONE DEL  
PIANO ECONOMICO FINANZIARIO

---





# COMUNE DI CHIAVARI

Città Metropolitana di Genova



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

*Il presente documento ha lo scopo di fornire le specifiche tecniche minime che devono informare la redazione dei Piani Economici e Finanziari (di seguito PEF) allegati alle proposte di Partenariato Pubblico-Privato nelle quali sia parte il Comune di Chiavari.*

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

*Quanto di seguito riportato deve considerarsi valido per qualsiasi tipo di Partenariato Pubblico-Privato ove sia richiesta la presentazione di un PEF e rappresenta un contenuto minimo non derogabile. Resta nella discrezionalità dei proponenti presentare prospetti contenenti tutte le medesime informazioni degli esempi, ma tuttavia differenti per formattazione.*

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

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



# COMUNE DI CHIAVARI

Città Metropolitana di Genova



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### INDICE

<b>1 . Premesse</b>	<b>9</b>
1.1 Concetti generali.	9
1.2 Struttura del PEF.	10
1.3 Finanziamento delle concessioni. Corporate Financing e Project Financing.	10
1.4 Separazione economica e giuridica del progetto.	11
<b>2 . Investimenti e finanziamento</b>	<b>12</b>
2.1 Cronoprogramma investimenti e finanziamenti.	12
2.2 Descrizione e costo degli investimenti.	12
2.3 Costo dell'indebitamento. Rinvio	13
2.4 Costo dell'equity. Rinvio.	14
<b>3 . Valore della concessione</b>	<b>15</b>
<b>4 . Durata della concessione</b>	<b>16</b>
4.1 Premesse e normativa di riferimento.	16
4.2 Recupero degli investimenti e ritorno sul capitale investito.	16
4.3 Discounted Payback Period (DPBP).	16
<b>5 . Risultati economici prospettici</b>	<b>19</b>
5.1 Premesse.	19
5.2 Fonte dei dati.	19
5.3 Dettaglio dei dati di costo e ricavo.	20
5.4 Indicizzazione di costi e ricavi.	20
5.5 Regime e aliquote IVA.	21
5.6 Conto Economico scalare.	21
5.7 Conto Economico a Valore Aggiunto.	22
5.8 Conto Economico Civilistico.	23
5.9 Quadro ammortamenti.	25
5.10 Manutenzioni ordinarie e straordinarie.	25
5.11 Costo del personale.	26
5.12 Accantonamenti per rischi.	28



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### INDICE

<b>6 . Gestione IVA</b>	<b>29</b>
<b>7 . Gestione imposte dirette</b>	<b>30</b>
<b>8 . Gestione del risultato d'esercizio</b>	<b>33</b>
<b>9 . Stato patrimoniale</b>	<b>34</b>
<b>10 . Variazioni di capitale circolante netto</b>	<b>35</b>
<b>11 . Rendiconto finanziario</b>	<b>36</b>
<b>12 . Verifica delle condizioni di equilibrio</b>	<b>38</b>
<b>13 . Convenienza economica - Redditività</b>	<b>39</b>
13.1 Misure della convenienza economica.	39
13.2 Determinazione del VAN e del TIR.	39
13.3 Costo dell'indebitamento.	41
13.4 Costo del capitale proprio. Premesse.	41
13.5 Costo del capitale proprio rilevato da pubblicazioni e siti specializzati.	42
13.6 Costo del capitale proprio determinato mediante modello CAPM.	42
13.7 Valore Attuale Netto di progetto.	46
13.8 Determinazione del fattore $(1 - t)$ .	47
13.9 Valore Attuale Netto per l'azionista.	48
13.10 Tasso Interno di Rendimento del progetto.	49
13.11 Tasso Interno di Rendimento dell'azionista.	49
13.12 VAN e TIR negli orientamenti di ANAC, RGS e giurisprudenza.	50
13.13 Determinazione degli indici ROI e ROE.	51



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### INDICE

<b>14 . Sostenibilità finanziaria - Bancabilità</b>	<b>54</b>
14.1 <i>Debt Service Cover Ratio (DSCR).</i>	54
14.2 <i>Average Debt Service Cover Ratio (ADSCR)</i>	55
14.3 <i>Loan Life Cover Ratio (LLCR)</i>	55
14.4 <i>Project Life Cover Ratio (PLCR)</i>	56
<b>15 . Spese sostenute per la predisposizione della proposta</b>	<b>58</b>
<b>16 . Indicazioni per la predisposizione dei documenti e dei file</b>	<b>59</b>



# COMUNE DI CHIAVARI

Città Metropolitana di Genova





### 1 – PREMESSE

#### 1.1 – Concetti generali

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

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

- il costo degli investimenti;
- il valore complessivo della concessione;
- la durata della concessione;
- la struttura delle fonti di finanziamento da utilizzare per la realizzazione del progetto;
- i risultati economici;
- il costo del personale;
- modalità di ammortamento delle opere realizzate ed eventuale valore residuo;
- la gestione IVA;
- la gestione dell'imposizione fiscale diretta;
- le previsioni patrimoniali;
- i flussi di cassa;
- la redditività complessiva del progetto;
- la redditività dei portatori di equity;
- la sostenibilità del debito;
- la ripartizione dei rischi;
- la necessità di un contributo pubblico.

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

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

La funzione del piano economico-finanziario è quella di dimostrare la concreta capacità del proponente di eseguire correttamente la prestazione per l'intero arco temporale prescelto attraverso la responsabile prospettazione di un equilibrio economico-finanziario di investimenti e connessa gestione, nonché il rendimento per l'intero periodo. Tali elementi devono essere valutati dal concedente ai fini di verificare l'adeguatezza dell'offerta e l'effettiva realizzabilità dell'oggetto della concessione.

### **1.2 – Struttura del PEF**

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

La SEZIONE DESCRITTIVA deve sviluppare i seguenti argomenti:

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

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

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

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

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

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

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

Negli affidamenti di concessioni in CORPORATE FINANCING, quindi, non si attua una separazione giuridica ed economica della gestione della concessione rispetto alle altre attività del concessionario. Pertanto, anche se è possibile individuare e calcolare (nel PEF) i flussi di cassa specifici della concessione, non si ottiene l'isolamento giuridico degli stessi. La gestione della concessione segue le sorti dell'attività complessiva del concessionario.

### **1.4 – Affidamenti in Project Financing - Separazione economica e giuridica del progetto.**

In tutti i casi in cui il Comune di Chiavari proceda in qualità di concedente ad affidamenti di concessioni in Project Financing, è prevista l'applicazione del principio del *ring fence* ovvero la separazione giuridica ed economica del progetto rispetto alle altre attività del concessionario. Tale previsione deve considerarsi valida anche nei casi in cui non sia prevista come obbligatoria la costituzione della società di scopo secondo le prescrizioni di cui all'articolo 194 del Codice dei Contratti.

Ai fini di una corretta, imparziale e trasparente comparazione delle proposte per l'affidamento delle concessioni in Project Financing, il correlato PEF deve garantire una visione esclusiva del progetto tenendo in considerazione esclusivamente le fattispecie che incidono sul progetto stesso e non quelle che afferiscono al partner privato.

A mero titolo di esempio, pertanto, all'interno dei PEF non è possibile considerare eventuali investimenti pregressi da parte dei concessionari uscenti<sup>1</sup> e non è altresì possibile tenere in considerazione gli effetti di economie di scala di cui il futuro concessionario potrebbe godere grazie alla propria complessiva e più vasta struttura imprenditoriale.

Tali rigorose prescrizioni sono dettate:

- a) dall'impossibilità per l'ente affidatario di verificare dati, ipotesi e assunti che non siano riferiti e ricompresi nell'ambito del partenariato oggetto del PEF;
- b) dalla necessità di poter confrontare proposte che, pur nella loro differenza in termini di ipotesi strutturali, livello prestazionale, contribuzione pubblica, durata, ecc., siano il più possibile omogenee e confrontabili con riferimento alla modalità di determinazione della struttura dei costi e dei ricavi;

---

<sup>1</sup> Eventuali investimenti non ammortizzati dai concessionari storici sono tutelati mediante strumenti normativi specifici.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 2 – INVESTIMENTI E FINANZIAMENTO

#### 2.1 – Cronoprogramma investimenti e finanziamenti

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

La sequenza degli investimenti e dei finanziamenti deve dare conto della completa copertura delle spese d'investimento, anno per anno e con riferimento all'intero periodo di concessione secondo lo schema di cui alla successiva **TABELLA - 1**.

TABELLA - 1

INVESTIMENTI							
IMMOBILIZZAZIONI	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Investimento A	100.000,00	100.000,00	100.000,00				
Investimento B			200.000,00				
Investimento C		50.000,00					
Investimento D	80.000,00						
<b>TOTALE IMMOBILIZZAZIONI A</b>	<b>180.000,00</b>	<b>150.000,00</b>	<b>300.000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>630.000,00</b>

FINANZIAMENTO							
IMMOBILIZZAZIONI	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
Indebitamento		150.000,00	300.000,00				
Prestito Soci							
Equity	180.000,00						
<b>TOTALE FINANZIAMENTI B</b>	<b>180.000,00</b>	<b>150.000,00</b>	<b>300.000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>630.000,00</b>

INVESTIMENTI NON FINANZIATI A - B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
-----------------------------------	------	------	------	------	------	------	--

TOTALE INVESTIMENTI (A)	630.000,00
TOTALE FINANZIAMENTO (B)	630.000,00
COPERTURA INVESTIMENTI (B / A)	100,00%

#### 2.2 – Descrizione e costo degli investimenti

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

In relazione a ciascun intervento strutturale o comunque di investimento (immobile, impianto,



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

attrezzatura di rilievo, ecc.), dovranno essere specificati i seguenti elementi:

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

### **2.3 – Costo dell'indebitamento. Rinvio.**

Con riferimento all'ottenimento di finanziamenti per le spese di investimento occorre, per ciascuna tipologia (indebitamento o prestito soci) dare evidenza dell'ammontare complessivo previsto, della durata, del metodo di ammortamento adottato, del tasso d'interesse e dei costi accessori.

Per i contratti di mutuo è altresì richiesto il prospetto di ammortamento simile a quello contenuto nella **TABELLA - 2** che, a titolo meramente esemplificativo, espone l'ammortamento francese per un mutuo a 10 anni al tasso del 5%. Per ulteriori approfondimenti si rinvia al paragrafo 13.3.

**TABELLA - 2**

Importo mutuo	200.000,00
Tasso d'interesse	5,00%
Durata in anni	10
Metodo di ammortamento	FRANCESE
Costi accessori	1.000,00

Importo dei prestiti:		200.000,00	Durata del prestito in anni:		10	Spesa annua: <b>25.900,91</b>		
Tasso:		5,00%	Numero delle rate ogni anno:		1			
Data stipula:		01 gen 2025	Numero totale di tutte le rate:		10			
N°	Scadenza rata:	Conteggio a scalare	Quota Interessi	Quota capitale	RATA	Debito Residuo	Progressivo interessi	Totale già pagato
1	31 dic 2025	200.000,00	10.000,00	15.900,91	<b>25.900,91</b>	184.099,09	10.000,00	25.900,91
2	31 dic 2026	184.099,09	9.204,95	16.695,96	<b>25.900,91</b>	167.403,12	19.204,95	51.801,83
3	31 dic 2027	167.403,12	8.370,16	17.530,76	<b>25.900,91</b>	149.872,37	27.575,11	77.702,74
4	31 dic 2028	149.872,37	7.493,62	18.407,30	<b>25.900,91</b>	131.465,07	35.068,73	103.603,66
5	31 dic 2029	131.465,07	6.573,25	19.327,66	<b>25.900,91</b>	112.137,41	41.641,98	129.504,57
6	31 dic 2030	112.137,41	5.606,87	20.294,04	<b>25.900,91</b>	91.843,36	47.248,85	155.405,49
7	31 dic 2031	91.843,36	4.592,17	21.308,75	<b>25.900,91</b>	70.534,62	51.841,02	181.306,40
8	31 dic 2032	70.534,62	3.526,73	22.374,18	<b>25.900,91</b>	48.160,43	55.367,75	207.207,32
9	31 dic 2033	48.160,43	2.408,02	23.492,89	<b>25.900,91</b>	24.667,54	57.775,77	233.108,23
10	31 dic 2034	24.667,54	1.233,38	24.667,54	<b>25.900,91</b>	0,00	59.009,15	259.009,15



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 2.4 – Costo dell'equity. Rinvio.

Nelle valutazioni d'azienda uno dei modelli più diffusi per la determinazione del costo del Capitale Proprio o Equity è il Capital Asset Pricing Model (CAPM). Questo modello verrà descritto nel successivo paragrafo 13.6.

Con riferimento alle modalità di determinazione del costo dell'Equity, tenuto conto della tipologia e il valore economico degli affidamenti oggetto di queste linee guida, si dà atto della possibilità, in alternativa al CAPM, di rilevare il parametro dai siti specializzati che li definiscono per categorie di imprese e per i vari settori presenti nella zona di riferimento. Nel PEF dovrà, in ogni caso, essere indicato il sito web da cui sono tratti i dati utilizzati evidenziando i *link* da seguire per rintracciare il valore di rendimento selezionato.

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

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

Resta, comunque, nella discrezionalità del proponente la possibilità di utilizzare la metodologia CAPM per la determinazione del costo dell'Equity per qualsiasi tipologia di progetto.

Per ulteriori approfondimenti in tema di costo del capitale proprio si rinvia ai paragrafi 13.4, 13.5 e 13.6.



### 3 – VALORE DELLA CONCESSIONE

Il calcolo del valore della concessione è effettuato nel rispetto delle prescrizioni di cui al comma 1 dell'articolo 179 del Codice dei Contratti in base al quale: *«Il valore di una concessione è costituito dal fatturato totale del concessionario generato per tutta la durata del contratto, al netto dell'IVA, stimato dall'ente concedente, quale corrispettivo dei lavori e dei servizi oggetto della concessione, nonché per le forniture accessorie a tali lavori e servizi.»*

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

In nessun caso il citato valore potrà essere riconnesso all'importo di un eventuale canone concessorio. Anche nel caso di concessioni c.d. "fredde", tale elemento dovrà derivare da una stima del fatturato generato dalla fornitura dei servizi a favore della massa degli utenti.

Con riferimento alle concessioni in generale, la definizione del valore degli investimenti previsti in contratto assume notevole importanza ai fini della determinazione della durata della concessione. Sull'argomento si rinvia al successivo CAPITOLO 4 per maggiori approfondimenti.

Con riferimento, in modo specifico, alle proposte di affidamento di contratti di concessione mediante finanza di progetto ex articolo 193 del Codice dei Contratti, si rammenta che la determinazione del valore della concessione, va considerata ai fini dell'applicazione delle prescrizioni di cui al successivo articolo 194 in materia di Società di Scopo.





### 4 – DURATA DELLA CONCESSIONE

#### 4.1 – Premesse e normativa di riferimento.

La durata delle concessioni deve essere opportunamente calibrata in termini tali da poter garantire al concessionario il recupero del capitale investito senza che con ciò sia eliso il rischio operativo trasferito allo stesso. La Direttiva 2014/23/UE, da un lato, evidenzia la necessità che la durata della concessione sia limitata, al fine di evitare la preclusione dell'accesso al mercato, dall'altro, stabilisce il principio in base al quale la durata delle concessioni ultraquinquennali, definita dal committente in ragione delle attività oggetto di affidamento, non debba superare il periodo di tempo in cui si può ragionevolmente prevedere che il concessionario recuperi gli investimenti nell'esecuzione dei lavori o dei servizi, insieme con un ritorno sul capitale investito, tenuto conto degli investimenti necessari per conseguire gli obiettivi contrattuali specifici. In linea con la normativa europea l'articolo 178 del Codice dei Contratti Pubblici stabilisce che *“Per le concessioni ultraquinquennali la durata massima della concessione non supera il periodo di tempo in cui si può ragionevolmente prevedere che il concessionario recuperi gli investimenti effettuati nell'esecuzione dei lavori o dei servizi, insieme con un ritorno sul capitale investito, tenuto conto degli investimenti necessari per conseguire gli obiettivi contrattuali specifici assunti dal concessionario per rispondere alle esigenze riguardanti, ad esempio, la qualità o il prezzo per gli utenti ovvero il perseguimento di elevati standard di sostenibilità ambientale.”*

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

#### 4.2 – Recupero degli investimenti e ritorno sul capitale investito.

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

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

#### 4.3 – Discounted Payback Period (DPBP).

La puntuale determinazione del periodo di rientro dell'investimento è rappresentata dal





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

l'intervallo di tempo necessario per il recupero dell'uscita monetaria dovuta all'investimento iniziale attraverso i flussi di cassa attesi derivanti dal progetto (*cut off period*).

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

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

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

TABELLA - 3

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

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

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

dove:

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

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

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



### 5 – RISULTATI ECONOMICI PROSPETTICI

#### 5.1 – Premesse

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

#### 5.2 – Fonte dei dati

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

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

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

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

- prodotti/servizi connessi alla concessione;
- utenza di destinazione;
- valutazioni demografiche e statistiche;
- situazione del mercato di riferimento;
- presenza e dimensione dei competitors;



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

- posizionamento strategico dell'attività oggetto di concessione.

In nessun caso il proponente potrà sinteticamente riferirsi a studi, progetti, dati statistici o benchmarking forniti da terzi (studi di consulenza, associazioni di categoria, ecc.) senza una corretta e dettagliata esplicitazione del contenuto degli stessi che dia conto quanto sopra elencato.

### **5.3 – Dettaglio dei dati di costo e ricavo**

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

Con riferimento alle attività c.d. *core business* dovranno essere esplicitate le tipologie di utenza, tipologia e frequenza dei servizi, i prezzi praticati per singolo servizio e tutti gli elementi che servano a dimostrare la correttezza delle previsioni riferite alle voci di ricavo più rilevanti. Per questi ricavi è richiesta un'apposita tabella excel in modalità aperta secondo le specifiche fornite al successivo **CAPITOLO 16**.

Con riferimento alle principali voci di costo contenute nei prospetti di Conto Economico è richiesta una dettagliata disamina del loro contenuto e delle modalità di determinazione dei totali. Gli accantonamenti a fondi rischi e le spese per la manutenzione ordinaria e straordinaria devono essere adeguatamente giustificati e calcolati secondo corrette pratiche aziendalistiche. Anche per le voci di costo più rilevanti è richiesta un'apposita tabella excel in modalità aperta secondo le specifiche che fornite al successivo **CAPITOLO 16**.

### **5.4 – Indicizzazione di costi e ricavi**

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

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 5.5 – Regime e aliquote IVA

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

Nei prospetti di conto economico in apposita colonna a fianco di ciascuna tipologia di costo e ricavo esposta, dovrà essere indicato il regime IVA al quale sottostanno, distinguendo tra operazioni imponibili, esenti e escluse (e eventualmente non imponibili). Con riferimento alle operazioni imponibili dovrà essere indicata anche l'aliquota applicabile distinguendo, quindi, tra aliquota ordinaria e aliquote agevolate. Dettagliate informazioni sulla gestione IVA sono fornite al successivo CAPITOLO 6.

### 5.6 – Conto Economico scalare

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

TABELLA - 4

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

Come in precedenza evidenziato a fianco alla descrizione del costo o del ricavo dovrà essere indicato il trattamento ai fini IVA indicando semplicemente la percentuale per le operazioni imponibili



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

e ad esempio “FC” per le operazioni escluse e “E” per le operazioni esenti.

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

### 5.7 – Conto Economico a Valore Aggiunto

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

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

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

- **VALORE AGGIUNTO;**



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

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

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

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

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

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

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

### 5.8 – Conto Economico Civilistico

Gli stessi valori che hanno implementato il prospetto del Conto Economico Scalare devono





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

essere utilizzati per la formazione del Conto Economico Civilistico nella forma classica prevista all'articolo 2425 del Codice Civile e esemplificato nella **TABELLA – 6**.

**TABELLA - 6**

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>A - Valore della Produzione</b>						
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni;	190.000	250.000	490.000	499.800	509.796	519.992
2) variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati;	0	0	0	0	0	0
3) variazioni dei lavori in corso su ordinazione;	0	0	0	0	0	0
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni;	0	0	0	0	0	0
5) altri ricavi e proventi, con separata indicazione dei contributi in conto esercizio;	0	0	0	0	0	0
<b>TOTALE</b>	<b>190.000</b>	<b>250.000</b>	<b>490.000</b>	<b>499.800</b>	<b>509.796</b>	<b>519.992</b>
<b>B - Costi della Produzione</b>						
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci;	45.000	60.000	90.000	91.800	93.636	95.509
7) per servizi;	50.000	70.000	100.000	102.000	104.040	106.121
8) per godimento di beni di terzi;	10.000	10.200	10.404	10.612	10.824	11.041
9) per il personale:						
a) salari e stipendi;	70.000	71.400	104.000	106.080	108.202	110.366
b) oneri sociali;	22.400	22.848	33.200	33.864	34.541	35.232
c) trattamento di fine rapporto;	5.185	5.289	7.704	7.858	8.015	8.175
d) trattamento di quiescenza e simili;	0	0	0	0	0	0
e) altri costi;	0	0	0	0	0	0
10) ammortamenti e svalutazioni:						
a) ammortamento delle immobilizzazioni immateriali;	0	0	0	0	0	0
b) ammortamento delle immobilizzazioni materiali;	5.400	9.900	18.900	18.900	18.900	18.900
c) altre svalutazioni delle immobilizzazioni;	0	0	0	0	0	0
d) svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità finanziarie;	0	0	0	0	0	0
11) variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci;	0	0	0	0	0	0
12) accantonamenti per rischi;	5.000	4.000	3.000	2.000	2.000	2.000
13) altri accantonamenti;	0	0	0	0	0	0
14) oneri diversi di gestione.	11.974	13.552	14.898	6.453	6.582	6.714
<b>TOTALE</b>	<b>224.959</b>	<b>267.189</b>	<b>382.106</b>	<b>379.567</b>	<b>386.740</b>	<b>394.057</b>
Differenza tra valore e costi della produzione (A - B)	-34.959	-17.189	107.894	120.233	123.056	125.935
<b>C - Proventi e Oneri Finanziari</b>						
15) proventi da partecipazioni,;	0	0	0	0	0	0
16) altri proventi finanziari:						
a) da crediti iscritti nelle immobilizzazioni, con separata indicazione dei crediti di natura finanziaria;	0	0	0	0	0	0
b) da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni;	0	0	0	0	0	0
c) da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;	0	0	0	0	0	0
d) proventi diversi dai precedenti;	0	0	0	0	0	0
17) interessi e altri oneri finanziari, con separata indicazione di quelli versati;	0	-10.000	-9.000	-8.000	-7.000	-6.000
17-bis) utili e perdite su cambi.	0	0	0	0	0	0
<b>TOTALE</b>	<b>0</b>	<b>-10.000</b>	<b>-9.000</b>	<b>-8.000</b>	<b>-7.000</b>	<b>-6.000</b>
<b>D - Rettifiche di valore di attività e passività finanziarie</b>						
18) rivalutazioni:						
a) di partecipazioni;	0	0	0	0	0	0
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;	0	0	0	0	0	0
c) di titoli iscritti all'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;	0	0	0	0	0	0
19) svalutazioni:						
a) di partecipazioni;	0	0	0	0	0	0
b) di immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono partecipazioni;	0	0	0	0	0	0
c) di titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni;	0	0	0	0	0	0
<b>TOTALE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Risultato prima delle imposte (A - B +- C +- D)	-34.959	-27.189	98.894	112.233	116.056	119.935
20) imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate;	11.000	11.220	11.444	11.673	11.907	12.145
21) utile (perdite) dell'esercizio.	-45.959	-38.409	87.450	100.560	104.149	107.790





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 5.9 – Quadro ammortamenti

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

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

**TABELLA - 7**

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

TOTALE AMMORTAMENTO ANNUO DEDUCIBILE FISCALMENTE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
--	------	------	------	------	------	------

### 5.10 – Manutenzioni ordinarie e straordinarie

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

Trattandosi di contratti di lunga durata è, infatti, necessario che il piano includa anche gli oneri relativi alle attività di manutenzione straordinaria programmata, necessaria per mantenere gli investimenti in piena funzionalità, con particolare riguardo e attenzione alla ciclicità e frequenza di manifestazione delle stesse.

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

TABELLA - 8

MANUTENZIONI ORDINARIE	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Immobile Alfa						
Impianto Beta						
Attrezzatura Delta						
<b>TOTALE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

  

MANUTENZIONI STRAORDINARIE	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Immobile Alfa						
Impianto Beta						
Attrezzatura Delta						
<b>TOTALE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

### 5.11 – Costo del personale

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

In questo senso è richiesta, pertanto, una dettagliata esposizione del numero e della qualifica dei dipendenti o collaboratori che, a qualsiasi titolo, saranno impiegati all'interno del progetto proposto.

Un primo prospetto in formato excel aperto (esempio **TABELLA 9.1**) dovrà dare evidenza del numero di giorni lavorati in un anno. Esistono, infatti, tipologie di concessioni (es. balneari) dove i lavoratori sono assunti stagionalmente (es. maggio – settembre) per cui al fine di proporzionare il costo del lavoro del singolo dipendente, occorre definire preventivamente il rapporto “*n° giorni lavorati / 365*”.

TABELLA - 9.1

		GEN	FEB	MAR	APR	MAG	GIU	LUG	AGO	SET	OTT	NOV	DIC	Giorni
		Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	Giorni	365
<b>1</b>	<b>ASSISTENTE BAGNANTE</b>					30	30	31	31	30				0,42
<b>2</b>	<b>BARISTA</b>				30	30	30	31	31	30	31			0,58
<b>3</b>	<b>GUARDIANO</b>	31	28	31	30	30	30	31	31	30	31	30	31	1,00
<b>4</b>														0,00

In un successivo prospetto, sempre in formato excel aperto, dovrà dettagliare per ciascun dipendente per tutto il periodo della concessione il contratto applicato, l'inquadramento, lo stipendio mensile lordo mensile, la percentuale di lavoro prestato (full time o part time), il tasso di crescita previsto per la dinamica salariale, il numero di mensilità annuali e tutti gli altri elementi necessari al



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

calcolo del costo del personale a carico della NewCo, come da esempio nella **TABELLA 9.2**.

**TABELLA - 9.2**

				2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>1</b>	<b>ASSISTENTE BAGNANTE</b>	Giorni (GG / 365)	0,42	Tabellare Mensile					
				1.600,00	1.608,00	1.616,04	1.624,12	1.632,24	1.640,40
		Mensile iniziale	1.600,00	Tempo %					
				100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
		Contributi	32,00%	Indicizzazione %					
				0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
		TFR	7,409%	Stipendio Annuale					
				9.328,22	9.374,86	9.421,73	9.468,84	9.516,19	9.563,77
		N° Mensilità CCNL	14,00	Contributi					
				2.985,03	2.999,96	3.014,96	3.030,03	3.045,18	3.060,41
				TFR					
				691,13	694,58	698,06	701,55	705,05	708,58
				TOTALE					
				13.004,38	13.069,40	13.134,75	13.200,42	13.266,42	13.332,75
<b>2</b>	<b>BARISTA</b>	Giorni (GG / 365)	0,58	Tabellare Mensile					
				1.500,00	1.507,50	1.515,04	1.522,61	1.530,23	1.537,88
		Mensile iniziale	1.500,00	Tempo %					
				100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
		Contributi	32,00%	Indicizzazione %					
				0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
		TFR	7,409%	Stipendio Annuale					
				12.254,79	12.316,07	12.377,65	12.439,54	12.501,73	12.564,24
		N° Mensilità CCNL	14,00	Contributi					
				3.921,53	3.941,14	3.960,85	3.980,65	4.000,56	4.020,56
				TFR					
				907,96	912,50	917,06	921,65	926,25	930,88
				TOTALE					
				17.084,29	17.169,71	17.255,56	17.341,83	17.428,54	17.515,69
<b>3</b>	<b>GUARDIANO</b>	Giorni (GG / 365)	1,00	Tabellare Mensile					
				1.000,00	1.005,00	1.010,03	1.015,08	1.020,15	1.025,25
		Mensile iniziale	1.000,00	Tempo %					
				100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
		Contributi	32,00%	Indicizzazione %					
				0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
		TFR	7,409%	Stipendio Annuale					
				13.961,64	14.031,45	14.101,61	14.172,12	14.242,98	14.314,19
		N° Mensilità CCNL	14,00	Contributi					
				4.467,73	4.490,06	4.512,51	4.535,08	4.557,75	4.580,54
				TFR					
				1.034,42	1.039,59	1.044,79	1.050,01	1.055,26	1.060,54
				TOTALE					
				19.463,79	19.561,11	19.658,91	19.757,21	19.855,99	19.955,27

Oltre alle due precedenti tabelle in excel e come derivazione delle stesse, in apposita sezione del PEF è invece richiesto l'inserimento di un prospetto di riepilogo del costo del personale complessivo che si esemplifica nella **TABELLA 9.3**.

**TABELLA - 9.3**

		2025	2026	2027	2028	2029	2030
Stipendi lordi annui aggiornati		35.545	35.722	35.901	36.080	36.261	36.442
Contributi carico ditta	32,00%	11.374	11.431	11.488	11.546	11.603	11.662
TFR	7,409%	2.634	2.647	2.660	2.673	2.687	2.700
Costo complessivo del personale		49.552	49.800	50.049	50.299	50.551	50.804
TFR ACCANTONATO		2.634	5.280	7.940	8.113	10.800	13.500
TFR LIQUIDATO				2.500			

L'esposizione dei costi del personale dovrà essere fatta distintamente per personale a tempo indeterminato, personale a tempo determinato e personale con contratti di altro genere.

Nel caso del personale a tempo determinato occorrerà indicare il valore del TFR liquidato nel corso degli anni di durata della concessione. È evidente, infatti, che mentre è plausibile l'ipotesi che



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

il TFR relativo al personale a tempo indeterminato resti in azienda per tutta la durata della concessione, quello relativo al personale a tempo determinato dovrà essere liquidato nel corso del periodo concessorio al termine dei vari periodi contrattuali, condizionando in tal modo la dinamica dei flussi di cassa.

### **5.12 – Accantonamenti per rischi.**

Nel caso in cui il proponente ritenesse di dover effettuare annualmente o in specifici anni del periodo concessorio accantonamenti per fondi rischi, gli stessi dovranno essere descritti nel prospetto di cui alla **TABELLA – 10** e i valori in essa inseriti dovranno, ovviamente essere coerenti con i valori di costo dei prospetti economici e con i valori dei fondi dello stato patrimoniale.

**TABELLA - 10**

Descrizione accantonamenti	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>TOTALE ACCANTONAMENTI</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

Con riferimento agli accantonamenti per rischi si evidenzia come gli stessi, pur rappresentando una prudenziale pratica aziendalistica, non possono essere utilizzati in maniera tale da ridurre il rischio operativo a carico del concessionario. È evidente, infatti, come inserire nei prospetti economici e (come conseguenza) negli indici di fattibilità del progetto, elevati e ingiustificati valori di accantonamento (per eventi assolutamente incerti sia nel *an* che nel *quantum*), possa artificiosamente condurre ad abbattere i risultati d'esercizio fino a ipotizzare la necessità di contribuzioni pubbliche al fine di garantire la sostenibilità di un progetto. Riportando di fatto capziosamente il rischio operativo in capo al concedente.

Per tali motivi secondo alcune pubblicazioni, pur essendo doveroso per il concessionario considerare accantonamenti per rischi nei propri calcoli di convenienza e di equilibrio economico, gli stessi non dovrebbero essere inseriti nei costi dei PEF riferiti alle concessioni.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 6 – GESTIONE IVA

Come evidenziato in precedenza, la determinazione prospettica dei flussi di cassa connessi all'IVA e il rapporto tra operazioni esenti e operazioni imponibili, incidono su rilevanti aspetti della costruzione del PEF.

Si richiede, pertanto, al proponente di costruire uno schema specifico, simile a quello di cui alla **TABELLA - 11**, riferito alla gestione IVA che evidenzia, per ciascun anno del periodo concessorio, il valore del pro-rata di detraibilità (se presente) e il saldo IVA finale. Il calcolo del pro-rata di detraibilità e il connesso costo per IVA indetraibile devono considerarsi isolati rispetto al complesso delle eventuali ulteriori attività gestite dal proponente e, pertanto, essere calcolati esclusivamente con riferimento ai dati di costo e ricavo connessi alla gestione in concessione oggetto della proposta.

**TABELLA - 11**

		2025	2026	2027	2028	2029	2030
RICAVI IMPONIBILI	22%	80.000	100.000	250.000	255.000	260.100	265.302
RICAVI IMPONIBILI	10%	60.000	80.000	140.000	142.800	145.656	148.569
RICAVI IMPONIBILI	5%	0	0	0	0	0	0
RICAVI IMPONIBILI	4%	0	0	0	0	0	0
RICAVI ESENTI	E	50.000	70.000	100.000	102.000	104.040	106.121
TOTALE OPERAZIONI IVA		190.000	250.000	490.000	499.800	509.796	519.992
IVA A DEBITO	A	23.600	30.000	69.000	70.380	71.788	73.223

		2025	2026	2027	2028	2029	2030
COSTI IMPONIBILI	22%	50.000	70.000	100.000	102.000	104.040	106.121
IMMOBILIZZAZIONI	22%	100.000	100.000	100.000			
COSTI IMPONIBILI	10%	45.000	60.000	90.000	91.800	93.636	95.509
IMMOBILIZZAZIONI	10%	80.000	50.000	200.000			
COSTI IMPONIBILI	4%	0	0	0	0	0	0
IMMOBILIZZAZIONI	4%						
COSTI IMPONIBILI	5%	0	0	0	0	0	0
COSTI ESENTI	E	0	0	0	0	0	0
TOTALE OPERAZIONI IVA		275.000	280.000	490.000	193.800	197.676	201.630
IVA A CREDITO		45.500	48.400	73.000	31.620	32.252	32.897
PERCENTUALE INDETRAIBILE		26,32%	28,00%	20,41%	20,41%	20,41%	20,41%
IVA INDETRAIBILE		11.974	13.552	14.898	6.453	6.582	6.714
PERCENTUALE DETRAIBILE		73,68%	72,00%	79,59%	79,59%	79,59%	79,59%
IVA DETRAIBILE	B	33.526	34.848	58.102	25.167	25.670	26.184
SALDO IVA	A - B	-9.926	-4.848	10.898	45.213	46.117	47.040



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 7 – GESTIONE IMPOSTE DIRETTE

Con riferimento al calcolo delle imposte dirette e dei connessi flussi di cassa è richiesto che il proponente esponga la gestione dell'imposizione diretta calcolata esclusivamente con riferimento progetto oggetto di proposta. Si richiede, pertanto, il calcolo dell'imposizione fiscale prospettica relativa a Ires e a Irap commerciale e eventualmente anche non commerciale.

La determinazione del reddito d'impresa ai fini fiscali avviene, normalmente, secondo regole e norme diverse da quelli che sono i criteri, le modalità e i principi civilistici ed economico-aziendali in base al quale si determina il risultato d'esercizio nell'ambito dei PEF connessi a proposte di affidamento di concessioni. Infatti, mentre questi ultimi hanno lo scopo di misurare il reddito di periodo e il collegato patrimonio di funzionamento sulla base di correttezza e prudenza nell'ottica del mantenimento di un equilibrio economico-finanziario di medio e lungo periodo, le norme fiscali sono rivolte a determinare, per ciascun anno osservato, il reddito imponibile e quindi si ispirano a principi parzialmente diversi, tendendo essenzialmente ad ampliare la base imponibile per il calcolo delle imposte.

In considerazione di tali differenze di determinazione dei risultati, si chiede al proponente di calcolare le differenti imposte determinando la base imponibile secondo le norme fiscali, evidenziando a margine dei prospetti di calcolo le (eventuali) differenze più significative rispetto ai risultati ottenuti secondo i principi civilistici ed economico-aziendali. A mero titolo di esempio si possono ipotizzare differenze nel calcolo degli ammortamenti, dei costi di manutenzione e riparazione, della svalutazione crediti, degli interessi passivi, ecc.

Nei casi di gestione di servizi pubblici che generano ricavi commerciali e ricavi non commerciali sarà, inoltre, cura del proponente darne evidenza nei prospetti di calcolo, utilizzando i corretti rapporti di deducibilità dei costi al fine della determinazione della base imponibile delle varie imposte.

Nella **TABELLA – 12** si riporta un esempio di prospetto per il calcolo dell'Irap Commerciale e dell'Irap non Commerciale.

Il proponente potrà, ovviamente, adattare il prospetto alle esigenze, caratteristiche e struttura aziendale garantendo, comunque, la presenza delle informazioni più significative ai fini della comprensibilità dello schema di calcolo.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

TABELLA - 12

IRAP COMMERCIALE	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Valore della Produzione lorda						
- Ricavi non commerciali						
Valore della Produzione Gestione Commerciale A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Costi della Produzione						
- Costi del personale a tempo determinato						
- Altre svalutazioni delle immobilizzazioni						
- Svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante ecc.						
- Accantonamenti per rischi						
- Altri accantonamenti						
Costi della Produzione netti	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Costi non imputabili a gestione commerciale						
Costi della Produzione della Gestione Commerciale B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BASE IMPONIBILE A LORDO DEDUZIONI A - B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DEDUZIONE FORFETTARIA						
BASE IMPONIBILE IRAP	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IMPOSTA IRAP COMMERCIALE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

IRAP NON COMMERCIALE	2025	2026	2027	2028	2029	2030
SPESE DEL PERSONALE TOTALI						
- Costi del personale gestione Commerciale						
SPESE DEL PERSONALE IMPONIBILI	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IMPOSTA IRAP NON COMMERCIALE	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Nella successiva TABELLA – 13 si riporta, invece, un esempio di prospetto per il calcolo dell'Ires.

TABELLA - 13

IRES	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ricavi complessivi						
- Ricavi non commerciali						
Ricavi gestione commerciale A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Costi Complessivi						
- Quota ammortamento non deducibile						
- Quota costi manutenzione e riparazione non deducibile						
- Quota svalutazione crediti non deducibile						
- Quota interessi passivi non deducibile						
- ...						
Costi complessivi deducibili	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
- Costi non imputabili a gestione commerciale						
Costi deducibili della Gestione Commerciale B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IMPONIBILE A LORDO DEDUZIONI PER ONERI FISCALI DIVERSI A - B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
DEDUZIONE ANALITICA - IRAP pagata su Costo Lavoro non deducibile						
DEDUZIONE FORFETTARIA - 10% dell'IRAP VERSATA nell'anno						
IMPONIBILE IRES	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
IMPOSTA IRES	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

Anche in questo caso il proponente potrà adattare il prospetto alle sue esigenze, caratteristiche e struttura aziendale garantendo, sempre, la presenza delle informazioni più significative ai fini della comprensibilità dello schema di calcolo.





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 8 – GESTIONE DEL RISULTATO D'ESERCIZIO

Il risultato d'esercizio ipotizzato per ciascuno degli anni considerati nel periodo concessorio deve essere gestito in maniera verosimile secondo corrette logiche aziendali.

Occorre, pertanto, che il proponente per ogni anno del periodo concessorio vada a destinare l'utile rispettando le previsioni di legge (es. riserva legale) e le aspettative degli investitori, e preveda la copertura delle perdite quando le stesse dovessero verificarsi.

La **TABELLA – 14** espone un esempio di prospetto (con un richiesto contenuto minimale) per la gestione del risultato d'esercizio. Lo schema può essere integrato dal proponente aggiungendo ulteriori destinazioni o dettagli che ritenesse utili.

**TABELLA - 14**

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>RISULTATO D'ESERCIZIO</b>	<b>-45.958,86</b>	<b>-38.408,88</b>	<b>87.449,93</b>	<b>100.559,79</b>	<b>104.148,98</b>	<b>107.789,96</b>
destinato a <b>COPERTURA PERDITE</b>	0,00	0,00	84.367,74	0,00	0,00	0,00
destinato a <b>RISERVA LEGALE</b>	0,00	0,00	3.082,19	20.111,96	20.829,80	21.557,99
destinato a <b>RISERVA STATUTARIA</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
destinato a <b>DISTRIBUZIONE UTILI</b>	0,00	0,00	0,00	80.447,83	83.319,18	86.231,97



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 9 – STATO PATRIMONIALE

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

**TABELLA - 15**

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

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 10 – VARIAZIONI DI CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

La determinazione dei flussi cassa utili alla verifica della convenienza economica e della sostenibilità finanziaria di una proposta di affidamento in concessione (investimento e gestione) è influenzata dalle variazioni del Capitale Circolante Netto.

Al fine di poter valutare se i dati esposti nel Rendiconto Finanziario contemplino una corretta ponderazione dei tempi di incasso/pagamento dei crediti e debiti commerciali e della gestione delle rimanenze, si richiede al proponente la predisposizione di un prospetto simile a quello riportato nella **TABELLA – 16**.

TABELLA - 16

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Crediti verso clienti						
Rimanenze finali						
Crediti verso Erario						
Ratei attivi						
Risconti attivi						
<b>ATTIVO CIRCOLANTE A</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Debiti verso fornitori						
Altri debiti di natura operativa						
Debiti verso erario						
Ratei passivi						
Risconti passivi						
<b>PASSIVO CIRCOLANTE B</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>CAPITALE CIRCOLANTE NETTO A - B</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>VARIAZIONE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

A margine del prospetto si richiede di specificare le ipotesi poste a base dei calcoli relativi alla determinazione annuale dei crediti e debiti commerciali e delle rimanenze. In tale ottica andranno spiegati i termini di dilazione delle fatture attive e passive e le movimentazioni delle rimanenze.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 11 – RENDICONTO FINANZIARIO

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

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

TABELLA - 17

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

Con riferimento ai risultati intermedi esposti nella **TABELLA - 17** si precisa che per l'Ente concedente i flussi denominati **FCFO**, **FCFD** e **FCFE** assumono i seguenti significati:

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



### 12 – VERIFICA DELLE CONDIZIONI DI EQUILIBRIO

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

Come evidenziato in precedenza la funzione del piano economico-finanziario è quella di dimostrare la concreta capacità del proponente di eseguire correttamente la prestazione per l'intero arco temporale prescelto attraverso la responsabile prospettazione di un equilibrio economico-finanziario di investimenti e connessa gestione, nonché un rendimento per l'intero periodo.

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

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

A tali fini nei capitoli seguenti sono esposte le modalità di determinazione dei seguenti indici:

#### **a) CONVENIENZA ECONOMICA**

- Valore Attuale Netto (VAN);
- Tasso Interno di Rendimento (TIR);
- Return on Equity (ROE);
- Return on Investment (ROI);

#### **b) SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA**

- Debt Service Cover Ratio (DSCR);
- Average Debt Service Cover Ratio (ADSCR));
- Loan Life Cover Ratio (LLCR);
- Project Life Cover Ratio (PLCR);



### 13– CONVENIENZA ECONOMICA – REDDITIVITÀ

#### 13.1 – Misure della convenienza economica

Il calcolo della convenienza economica si basa fundamentalmente sull'analisi e valutazione dei seguenti parametri:

- **Valore Attuale Netto (VAN)** e **Tasso Interno di Rendimento (TIR)** calcolati con riferimento al complessivo periodo concessorio;
- **Return on Equity (ROE)** e **Return on Investment (ROI)** calcolati per ciascuno degli anni del periodo concessorio;

in tele ottica l'esposizione dei suddetti parametri è ritenuta elemento fondamentale e obbligatorio ai fini della valutazione di attendibilità del PEF.

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

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

#### 13.2 – Determinazione del VAN e del TIR

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

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

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

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

dove:

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

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

Nei PEF allegati alle proposte presentate è ritenuto fondamentale il calcolo del VAN sia con riferimento all'intero progetto (VAN DI PROGETTO), sia con riferimento alle aspettative degli investitori (VAN DEGLI AZIONISTI).

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

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

in cui:

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

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





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

**maggiore del ritorno offerto da progetti alternativi aventi lo stesso profilo di rischio.**

Così come per il VAN, anche nel caso del TIR esistono due differenti tipologie: TIR DI PROGETTO e TIR DELL'AZIONISTA. Nei PEF allegati alle proposte di affidamento di concessioni devono essere calcolati entrambi secondo le modalità che saranno di seguito esposte.

### **13.3 – Costo dell'indebitamento**

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

Si evidenzia, a fini meramente informativi, che nelle *Linee guida per la redazione del piano economico-finanziario nelle procedure di partenariato pubblico-privato*, predisposte dalla Fondazione Nazionale dei Commercialisti, per la determinazione del costo del finanziamento *senior*<sup>2</sup> viene indicato come *opportuno* far riferimento all'IRS relativo alla durata ipotizzata, al quale applicare uno spread ritenuto congruo in relazione ai valori di mercato e ai profili di rischio dell'operazione.

### **13.4 – Costo del capitale proprio. Premesse.**

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

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

---

<sup>2</sup> Si tratta di finanziamenti aziendali che presentano peculiarità tali da renderli privilegiati, rispetto ad altre forme di finanziamento. Un debito di questo tipo è per esempio, un mutuo ipotecario la cui garanzia per il rimborso privilegiato è rappresentata dall'ipoteca sull'immobile. Il debito privilegiato ha diritto al rimborso, prima di altre fonti esterne di finanziamento, come le azioni ordinarie o i crediti a breve termine non garantiti.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

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

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

Ciò premesso, pertanto, nei PEF allegati alle proposte di affidamento di concessioni di questo Ente, il tasso di remunerazione del capitale di rischio dovrà essere determinato con rigore secondo le modalità di cui al precedente paragrafo 2.4 e quindi rilevandolo da siti specializzati che li definiscono per categorie di imprese e per i vari settori presenti nella zona di riferimento, oppure determinandolo con il modello CAPM come esposto al successivo paragrafo 13.6.

### **13.5 – Costo del capitale proprio rilevato da pubblicazioni e siti specializzati**

Come già evidenziato in precedenza, qualora si opti per l'utilizzo di siti specializzati, il proponente dovrà indicare il sito web o la pubblicazione da cui sono tratti i dati utilizzati, evidenziando il percorso da seguire per rintracciare il valore di rendimento selezionato<sup>3</sup>.

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

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

### **13.6 – Costo del capitale proprio determinato mediante modello CAPM**

L'utilizzo del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) per la definizione di  $K_e$  impone invece al proponente di specificare le modalità con cui sono stati definiti di tutti gli elementi del modello.

Data la seguente formula del CAPM per la determinazione di  $K_e$ :

<sup>3</sup> A mero titolo esemplificativo, alla pagina web di Aswath Damodaran (professore di Finanza presso la Stern School of Business della New York University) è possibile ottenere dati statistici molto utili per la definizione semplificata del costo dell'Equity di una determinata tipologia di impresa. Nel link [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html#discrete](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrete) seguendo nella tabella DISCOUNT RATE ESTIMATION → COSTS OF CAPITAL BY INDUSTRY SECTOR → EUROPE si ottiene il download di un file excel che espone i citati dati approssimativamente calcolati statisticamente per i settori industriali europei.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

il proponente dovrà specificare le modalità o le fonti con cui ha definito i seguenti elementi:

$r_f$  TASSO FREE RISK → normalmente identificabile con il rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio. In Italia viene normalmente preso come riferimento il Btp a 10 anni al netto della ritenuta fiscale;

$r_m$  RENDIMENTO MERCATO AZIONARIO → variazione attesa del mercato azionario calcolato elaborando medie aritmetiche delle serie storiche. I dati sono ricavabili dalle pubblicazioni delle società specializzate in titoli e borsa.

$\beta$  COEFFICIENTE RISCHIO IMPRESA → coefficiente di rischio sistematico e indica come varia il rendimento di un titolo al variare del rendimento di tutto il mercato.

Il coefficiente  $\beta$  SPECIFICO PER OGNI SOCIETÀ QUOTATA in borsa può essere rinvenuto da fonti quali Reuters, Bloomberg, Barra, Merrill Lynch Beta Book, Value Line ecc.

Per le aziende non quotate (e quindi anche per il progetto contenuto nella proposta) il proponente può trarre da siti specializzati il  $\beta$  MEDIO DI SETTORE LEVERED ( $\beta L_s$ ) quale espressione della rischiosità caratteristica del business di riferimento calcolato considerando il rapporto di indebitamento (*debt/equity*) e la leva finanziaria (*levered* appunto) media del settore secondo la seguente equazione:

$$\beta L_s = \beta U_s \times \left[ 1 + (1 - t_s) \times \frac{D_s}{E_s} \right]$$

Al fine di ottenere un parametro comparabile e riferibile allo specifico progetto con procedimento di *de-levering* (con equazione di Hamada) si ottiene il  $\beta$  MEDIO DI SETTORE UNLEVERED ( $\beta U_s$ ) che esprime la sola rischiosità dello specifico business (rischio operativo sistematico) senza considerare il rapporto di indebitamento e quindi la leva finanziaria:

$$\beta U_s = \frac{\beta L_s}{1 + (1 - t_s) \times \frac{D_s}{E_s}}$$

in cui:

- $\beta L_s$  coefficiente  $\beta$  levered di settore;
- $t_s$  aliquota fiscale media di settore;
- $D_s / E_s$  rapporto indebitamento/equity medio di settore.

Il  $\beta$  MEDIO DI SETTORE UNLEVERED ottenuto viene, successivamente, utilizzato in un



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

procedimento di *re-levering* applicando il rapporto di indebitamento (*debt/equity*) e il *tax rate*<sup>4</sup> ( $1 - t$ ) specifici del progetto, ottenendo il c.d.  $\beta_{RAW}$  ossia un  $\beta_{LEVERED}$  specifico del progetto ( $R\beta L$ ):

$$R\beta L = \beta U_s \times \left[ 1 + (1 - t) \times \frac{D}{E} \right]$$

in cui:

- $\beta U_s$  coefficiente  $\beta$  unlevered di settore;
- $t$  aliquota fiscale a carico del progetto;
- $D / E$  rapporto indebitamento/equity del progetto.

Tuttavia il  $\beta_{RAW}$  è evidentemente un valore storico, basato su dati statistici tratti dal settore specifico a cui è stato applicato un processo di *re-levering* con i valori di capitale proprio e di indebitamento specifici contenuti nella proposta. Non si tratta, pertanto, di un indice prospettico che possa definire un valore della rischiosità futura del progetto. Per tale motivo in finanza aziendale si tende ad utilizzare il c.d. *ADJUSTED*  $\beta$  che il proponente può ottenere applicando la formula di Blume che si basa sull'assunto che il vero  $\beta$  di qualsiasi impresa<sup>5</sup> tenderà nel tempo verso il  $\beta_{MEDIO DI MERCATO}$ : cioè 1.

La formula di Blume, ampiamente utilizzata da Bloomberg e Value Line per correggere i  $\beta_{RAW}$ , consiste nel ponderare questi approssimativamente a 2/3 ed il  $\beta_{MEDIO DI MERCATO}$  (che ricordiamo essere 1,0) a 1/3. Tale meccanismo permette di avere come effetto l'aggiustamento in aumento dei  $\beta_{RAW}$  che sono sotto l'1,0 ed in riduzione per quelli che sono oltre questa soglia. Questo aggiustamento dovrebbe creare una stima prospettica del  $\beta$  in quanto basato sull'assunzione che tenda a muoversi verso il valore del  $\beta_{MEDIO DI MERCATO}$  nel corso del tempo.

***ADJUSTED*  $\beta$**  secondo la formula di Blume:

$$A\beta = ( R\beta \times 0,67 ) + ( M\beta \times 0,33 )$$

dove:

- $A\beta$  *ADJUSTED*  $\beta$ ;
- $R\beta$   $\beta_{RAW}$  del progetto utilizzato al 67%;
- $M\beta$   $\beta_{MEDIO DI MERCATO}$  utilizzato al 33%.

Occorre infine rammentare che dottrina e tecnica finanziaria individuano alcuni ulteriori fattori

<sup>4</sup> Il coefficiente  $(1 - t)$  rappresenta il fattore per il quale si moltiplica il costo dell'indebitamento al fine di tenere conto della deducibilità degli interessi a fini fiscali.

<sup>5</sup> Lo studio di Blume si riferisce al mercato azionario e considera valida la teoria secondo cui i rendimenti delle azioni non in linea con il mercato tenderanno ad aumentare o diminuire per convergere verso il rendimento di mercato.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

che potremmo definire “accessori” che possono caratterizzare la rischiosità di un investimento, di un progetto o di una *NewCo* e incidere in maniera incrementale sulla definizione del valore di rendimento atteso. Tra questi sono da menzionare: la variabilità degli utili, la leva operativa, la leva finanziaria, la politica dei dividendi, il livello di liquidabilità dell'investimento, la dimensione e il rischio paese.

Alcuni di questi sono applicabili efficacemente solo per la valutazione di aziende target già esistenti e per le quali si dispone di serie statistiche. Per le *NewCo* (ad esempio una SPV connessa ad una proposta di Project Financing) non esistendo dati storici, i calcoli si possono effettuare solo su dati prospettici. Si ritiene, quindi, di evidenziare due tipologie di rischio di cui il proponente potrebbe tenere al fine di rendere maggiormente rigorosa la propria definizione del  $K_e$ .

Si tratta di due elementi di rischiosità connaturati alla tipologia di SPV che possono essere presenti nelle proposte di affidamento delle concessioni. Si tratta del premio per i rischi legati alla dimensione e alla liquidabilità dell'investimento: *Small Size Premium* e *Liquidity Premium*.

Il premio per il rischio dimensionale (*Small Size Premium*) si basa sull'osservazione empirica che a tutte le società di piccola dimensione viene associato un rischio maggiore e, pertanto, un più alto costo del capitale proprio. La “dimensione” di un'azienda è uno dei principali elementi di rischio da considerare quando bisogna sviluppare una stima del costo di capitale di equity al fine di valutare un business, in quanto ciò viene visto come possibile predittore dei rendimenti sull'equity. In altre parole, c'è una significativa relazione inversa tra la dimensione aziendale e i rendimenti storici sull'equity.

Il premio per mancanza di liquidità (*Liquidity Premium*) viene applicato per riflettere l'assenza di un mercato attivo per lo smobilizzo da parte di un investitore della propria partecipazione in un'impresa. Questo sconto può essere applicato nelle società private (e non quotate) quando sussistono evidenti limitazioni in termini di alienabilità e cessione senza incorrere in significative perdite di valore. Gli investimenti meno liquidi (es. partecipazioni in piccole imprese) richiedono un premio per il rischio maggiore.

I due premi sono comunemente riflessi nella determinazione di  $K_e$  come addendo alla formula del CAPM:

$$K_e = \left[ r_f + \beta \times (r_m - r_f) \right] + Ssp + Lp$$

dove:

$r_f$  tasso free risk;

$r_m$  rendimento atteso del mercato azionario;

$\beta$  coefficiente di rischio sistematico;

$Ssp$  Small size premium;

$Lp$  Liquidity premium.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 13.7 – Valore Attuale Netto di progetto

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

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

dove:

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

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

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

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

in cui:

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





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 13.8 – Determinazione del fattore $(1 - t)$ .

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

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

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

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

In generale, ai fini della determinazione del valore di  $t$ , si evidenzia come l'impatto fiscale da considerare sia esclusivamente quello rappresentato dall'IRES<sup>6</sup>.

Più in particolare, nella costruzione dei PEF nell'ambito delle concessioni, il proponente dovrà determinare  $t$  come **RAPPORTO MEDIO** tra l'IRES effettivamente pagata e l'UTILE ANTE IMPOSTE rilevato nel CONTO ECONOMICO SCALARE per l'intera durata della concessione.

Considerando, infatti, che l'imposta effettivamente pagata è quella calcolata sull'utile rideterminato a fini fiscali applicando l'aliquota IRES, è evidente che l'effettivo impatto fiscale sull'impresa non possa considerarsi in via definitiva pari al 24% per tutta la durata della concessione, bensì quello pari al rapporto tra importo dell'IRES calcolata e pagata in base all'utile rideterminato a fini fiscali e l'utile (ante imposizione fiscale) determinato in base ai criteri aziendalistici e civilistici. Trattandosi, tuttavia, di un valore differente di anno in anno in relazione ai recuperi a tassazione o alle deduzioni, variabili a seconda delle prospettate dinamiche reddituali di ciascun anno, si ritiene opportuno procedere ad un calcolo medio secondo l'esempio che segue<sup>7</sup>.

Data la sequenza dei valori dell'UTILE ANTE IMPOSTE al rigo indicato con la **lettera A**:

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>MARGINE OPERATIVO LORDO</b>	<b>10.000</b>	<b>17.000</b>	<b>18.000</b>	<b>20.000</b>	<b>22.000</b>	<b>23.000</b>
Accantonamenti	-3.000	-3.000	-7.000	-7.000	-7.000	-7.000
Ammortamenti	-4.000	-4.000	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500
Interessi su mutui	-7.000	-6.000	-5.000	-4.000	-3.000	-3.000
<b>UTILE ANTE IMPOSTE</b> <b>A</b>	<b>-4.000</b>	<b>4.000</b>	<b>-1.500</b>	<b>1.500</b>	<b>4.500</b>	<b>5.500</b>
Imposte IRAP	-500	-2.000	-800	-950	-2.100	-2.800
Imposte IRES	0	-1.200	0	-504	-1.440	-1.680
<b>RISULTATO D'ESERCIZIO</b>	<b>-4.500</b>	<b>800</b>	<b>-2.300</b>	<b>46</b>	<b>960</b>	<b>1.020</b>

<sup>6</sup> Fondazione Nazionale dei Commercialisti - Linee guida per la redazione del piano economico-finanziario nelle procedure di partenariato pubblico-privato: aggiornamenti in base al nuovo codice e alla prassi recente (pagina 25).

<sup>7</sup> L'utilizzo del valore dell'effettivo impatto fiscale ricavato per ogni anno della concessione, consente di tenere conto, nella determinazione di  $t$ , dei limiti di deduzione degli interessi passivi stabiliti dall'articolo 96 del TUIR.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

e considerata la seguente rideterminazione dell'utile a fini fiscali e il conseguente ammontare di imposta IRES al rigo indicato con la **lettera B**:

UTILE RIDETERMINATO A FINI FISCALI (IRES)		-1.500	5.000	-500	2.100	6.000	7.000
IRES PAGATA	<b>B</b>	0	1.200	0	504	1.440	1.680

è possibile calcolare per ciascun anno il valore effettivo di  $t$ :

		2025	2026	2027	2028	2029	2030
IMPATTO FISCALE IRES	$\frac{B}{A} = t$	0,00%	30,00%	0,00%	33,60%	32,00%	30,55%

e quindi il valore medio di  $t$  per il periodo concessorio:

$$t_{\text{medio}} = \frac{30,00\% + 33,60\% + 32,00\% + 30,55\%}{4} = 31,54\% \text{ da cui } (1 - t) = (1 - 0,3154) = 0,6846$$

Come si può rilevare il valore di  $t_{\text{medio}}$  è determinato dal quoziente che espone:

- al numeratore la somma dei valori di  $t$  maggiori di zero nel periodo concessorio;
- al denominatore il numero di volte (anni) in cui  $t$  risulta appunto positivo.

Il caso esemplificato porta a calcolare:

- un valore medio di  $t$  pari a 0,3154;
- un valore medio di  $(1 - t)$  pari a 0,6846.

### 13.9 – Valore Attuale Netto per l'azionista

Il calcolo del VAN PER L'AZIONISTA deve essere effettuato utilizzando i FLUSSI DI CASSA PER AZIONISTI (flussi *levered*), ovvero quei flussi liberi o disponibili per remunerare i portatori di capitale proprio, ed è determinato con la seguente formula:

$$VAN_{\text{AZIONISTA}} = \sum_{t=1}^n \left[ \frac{FCFE_t}{(1 + i)^t} \right]$$

dove:

- $FCFE$  Flusso di Cassa per azionisti (flussi *levered*);
- $n$  numero di anni durata concessione;
- $i$  tasso di attualizzazione che considera esclusivamente  $K_e$ ;

Considerando che i flussi di cassa attualizzati nella formula devono soddisfare esclusivamente le aspettative dei portatori di capitale proprio, il tasso di attualizzazione  $i$  della formula di calcolo del





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

VAN PER L'AZIONISTA, deve contenere in sé il solo COSTO DELL'EQUITY:  $K_e$ .

### 13.10 – Tasso Interno di Rendimento del progetto

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

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

dove:

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

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

### 13.11 – Tasso Interno di Rendimento dell'azionista

Per la determinazione del TIR DELL'AZIONISTA a differenza della precedente variante, si utilizzano i FLUSSI DI CASSA PER AZIONISTI (flussi *levered*), ovvero quei flussi liberi o disponibili per remunerare i portatori di capitale proprio, e il valore è ricavato con la seguente formula:

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

in cui:

- $FCFE$  Flussi di Cassa per Azionisti (flussi *levered*);
- $n$  numero di anni durata concessione;
- $TIR$  Tasso Interno di Rendimento dell'azionista;

Anche in questo caso, considerando che il TIR azzerà il valore dell'equazione in una formula di attualizzazione, è evidente che, sostituendo al TIR un qualsiasi tasso ad esso inferiore, la formula condurrà ad un risultato superiore allo zero, creandosi un VAN positivo. Pertanto se il tasso di attualizzazione  $K_e$ , utilizzato per il calcolo del VAN PER L'AZIONISTA risulta inferiore al TIR DELL'AZIONISTA, il progetto stesso risulta conveniente.



### 13.12 – VAN e TIR negli orientamenti di ANAC, RGS e giurisprudenza.

In relazione agli indicatori di redditività analizzati nel presente capitolo, l'ANAC, nella prima versione delle Linee Guida, aveva stabilito la necessità che nelle operazioni di PPP l'equilibrio economico-finanziario fosse verificato nel momento in cui il VAN DI PROGETTO e il VAN DEGLI AZIONISTI fosse uguale a zero, implicando che il TIR DI PROGETTO dovesse **coincidere** con il WACC e il TIR DEGLI AZIONISTI dovesse essere uguale al costo dell'equity  $K_e$ .

Nell'aggiornamento delle citate Linee Guida del 2023, tale impostazione è stata modificata, suggerendo che il VAN debba essere **prossimo** allo zero, seguendo gli orientamenti già contenuti nello schema MEF/ANAC del 2021, in base al quale l'equilibrio economico e finanziario sarebbe assicurato quando il TIR (progetto e azionista) **tende** al WACC e quando (quindi) il VAN **tende** a zero.

Questa impostazione è evidentemente giustificata dalla volontà di preservare le risorse pubbliche e evitare extra-profitti od operazioni speculative da parte dell'operatore privato. Tuttavia, la formulazione puntuale e circostanziata potrebbe essere soggetta ad interpretazioni troppo restrittive, sia dal punto di vista teorico in tema di *capital budgeting*, sia in relazione alle conseguenze pratiche e operative sulla fattibilità degli interventi.

Un orientamento più favorevole all'operatore privato trova conferma negli studi in tema di diffusione del Project Financing negli affidamenti in concessione, laddove si evidenzia che il rendimento per gli azionisti nei project dovrebbe essere positivo al fine di rendere il progetto finanziariamente attraente per il settore privato.

Tale orientamento è confermato anche a livello comunitario<sup>8</sup>, laddove è stato affermato che se un progetto in PPP presentasse un valore attuale netto pari a zero ( $TIR = WACC$ ) sarebbe del tutto irrilevante per un investitore investire le sue risorse in quel progetto oppure altrove. Ciò appare logico se si considera che:

- a) il TIR rappresenta la misura della redditività di un determinato progetto con un suo specifico profilo di rischio;
- b) il WACC rappresenta il rendimento atteso dai finanziatori del progetto;

per cui in una corretta e razionale attività di *capital budgeting*:

- se WACC è superiore al TIR significa che i finanziatori, per investimenti con quel profilo di rischio, si attendono generalmente un maggior rendimento rispetto a quello offerto dal progetto e quindi lo rigettano;
- se WACC è inferiore al TIR significa che i finanziatori, per investimenti con quel profilo di rischio, si attendono generalmente un minore rendimento rispetto a quello offerto dal progetto e quindi lo accettano;

<sup>8</sup> Decisione dell'autorità Di Vigilanza EFTA N. 3/17/COL del 18 gennaio 2017.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

- se WACC è uguale al TIR significa che i finanziatori, per investimenti con quel profilo di rischio, si attendono esattamente il rendimento offerto dal progetto e, quindi, è irrilevante per loro investire le risorse in quel progetto o oppure altrove;

Sulla questione è interessante evidenziare un orientamento del TAR<sup>9</sup> che ha ribadito la centralità del VAN ai fini della valutazione della convenienza di un'operazione di project financing, in quanto consente di calcolare il valore del beneficio netto atteso dall'iniziativa economica e la ricchezza incrementale generata dall'investimento. Il VAN, secondo i giudici amministrativi, deve assumere un valore positivo affinché un progetto possa essere valutato favorevolmente in quanto solo in tal caso l'iniziativa risulta in grado di produrre flussi monetari sufficienti a ripagare l'esborso iniziale ed a remunerare i capitali impiegati nell'operazione.

Per concludere, benché appaia evidente come il gap tra i due valori non debba esser troppo ampio per non garantire profitti eccessivi al concessionario, si ritiene che un totale allineamento porterebbe a disincentivare gli investimenti e, in sostanza, penalizzare gli enti e indirettamente i cittadini.

### 13.13 – Determinazione degli indici ROI e ROE.

Oltre all'analisi per flussi fin qui esposta, è richiesto al proponente il calcolo di due fondamentali quozienti tipici dell'analisi per indici: il **ROE (Return On Equity)** e il **ROI (Return on Investment)**.

Si tratta di due INDICI DI REDDITTIVITÀ il cui calcolo, riferito a ciascun anno della concessione, ha lo scopo di consentire una valutazione della capacità del progetto di generare un risultato economico considerato soddisfacente.

Il **ROE** è un indice della redditività del capitale proprio misurata con riferimento alla struttura complessiva del progetto in quanto per il suo calcolo si utilizza al numeratore ( $R_n$ ) il REDDITO NETTO D'ESERCIZIO che considera tutte le aree di gestione: caratteristica, accessoria, finanziaria e straordinaria e al denominatore il Capitale Proprio (Equity).

$$ROE = \frac{R_n}{E}$$

in cui:

- $R_n$  Reddito Netto;
- $E$  Equity.

È in sostanza un quoziente che evidenzia il potenziale del capitale di rischio e la capacità dell'azienda di attrarre equity (cioè quanto rende il capitale conferito all'azienda). Per poter dire se un dato valore di ROE è soddisfacente o meno bisogna metterlo a confronto con il rendimento di investimenti alternativi.

Prima condizione, necessaria ma non sufficiente, perché il tasso espresso dal ROE sia soddisfacente è che sia superiore ai rendimenti privi di rischio, quindi BOT, CCT, depositi bancari,

<sup>9</sup> TAR Lazio, sentenza n° 4374 del 19 aprile 2018.



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

ecc. In sostanza occorre valutare il costo opportunità dell'investimento nel progetto contenuto nella proposta. La differenza fra gli investimenti alternativi *sicuri* e il valore del ROE viene definita *premio al rischio* in quanto *premia* un investimento rischioso. Se non esistesse un premio per l'investimento in un progetto (avente per sua natura un coefficiente di rischio) non avrebbe senso investire nell'attività rischiosa (il progetto) in quanto sarebbe possibile ottenere la stessa remunerazione senza rischiare nulla.

Andando oltre il campo del confronto con gli investimenti privi di rischi, la seconda condizione perché il ROE sia considerato soddisfacente è che lo stesso sia maggiore o quanto meno uguale a quello dei competitor. Quindi nel caso di progetti che contemplino gestione di servizi a tariffa (gestioni calde), il confronto va effettuato con le imprese che esercitano il medesimo business in condizioni ambientali simili.

In finanza aziendale per individuare i fattori determinanti della redditività d'impresa si è soliti scomporre il ROE secondo la seguente formula:

$$ROE = \frac{R_n}{R_o} \times \frac{R_o}{E+D} \times \frac{E+D}{E}$$

in cui:

- $R_n$             *Reddito Netto;*
- $R_o$             *Reddito Operativo;*
- $E+D$           *Totale Impieghi;*
- $E$               *Equity.*

Il primo fattore della formula evidenzia il tasso l'incidenza della gestione extracaratteristica sulla redditività complessiva di un'impresa. Il secondo fattore (che è il ROI) esprime la redditività della gestione caratteristica rispetto al totale del capitale investito (Equity + Debt). Il terzo fattore (definito LEVERAGE) definisce in che misura hanno partecipato le diverse fonti al finanziamento degli impieghi.

Il **ROI**, come detto, misura la redditività della gestione caratteristica rispetto al totale del capitale investito ed espresso dal seguente quoziente:

$$ROI = \frac{R_o}{E+D}$$

Per apprezzarne il livello, così come per il ROE, è necessaria anche in questo caso un'analisi spaziale di confronto con i competitor.

Tuttavia in finanza aziendale risulta fondamentale anche un confronto con l'indice **ROD (Return On Debt)** espresso dal seguente quoziente:

$$ROD = \frac{O_f}{D}$$

in cui:



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

- $O_f$             *Oneri Finanziari;*
- $D$                 *Capitale di Debito;*

Il ROD esprime il costo medio dell'indebitamento, ovvero il tasso d'indebitamento medio pagato sui finanziamenti ottenuti a titolo di Capitale di Debito. Diversamente da ROE e ROI non misura la redditività in maniera diretta, ma consente di determinare quanto quest'ultima sia influenzata dai costi dei debiti finanziari. Il ROD fornisce, infatti, informazioni sul peso dei tassi d'interesse applicati sui finanziamenti in rapporto agli utili.

Tornando all'utilità del confronto con il ROI si può affermare che se la redditività del capitale investito è superiore al costo medio dell'indebitamento ( $ROI > ROD$ ) un'impresa ha convenienza ad investire utilizzando capitale di debito.

Ad esempio se semplificando si ipotizza:

- $ROI = 7\%$
- $ROD = 5\%$

è intuitivo che se l'impresa può ottenere finanziamenti a titolo di debito al 5% e può investirli ricavando il 7% avrà un guadagno medio del 2%. In tal senso avrebbe, pertanto, convenienza ad indebitarsi sfruttando il differenziale tra i due tassi (effetto leva.).

In apposita sezione del PEF è richiesto al proponente il calcolo degli indici **ROE** e **ROI** riferiti al progetto per ciascuno degli anni del periodo a cui si riferisce la proposta di affidamento della concessione.



### 14 – SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA - BANCABILITÀ

Il comma 5 dell'articolo 182 del Codice di Contratti evidenzia che i PEF sono definiti in modo da assicurare adeguati livelli di bancabilità, ovvero che consentano la reperibilità sul mercato finanziario di risorse proporzionate ai fabbisogni, la sostenibilità di tali fonti e la congrua redditività del capitale investito.

Nell'ipotesi in cui la proposta contenesse il ricorso ad una o più forme di finanziamento da parte di terzi per avviare il progetto, è necessario dimostrare che l'operazione sia sostenibile finanziariamente, ovvero che i flussi di cassa che andrà a generare siano sufficienti a ripagare i finanziatori. È richiesta, pertanto, la determinazione dei seguenti indicatori di bancabilità: il DEBT SERVICE COVERAGE RATIO (DSCR) l'AVERAGE DEBT SERVICE COVERAGE RATIO (ADSCR), il LOAN LIFE COVER RATIO (LLCR) e il PROJECT LIFE COVER RATIO (PLCR).

#### 14.1 – Debt Service Cover Ratio (DSCR)

L'indice DSCR è un indicatore di bancabilità che esprime la capacità del progetto di generare flussi sufficienti per il servizio del debito nelle sue due componenti rappresentate da quota capitale e quota interessi. Esso è pari al rapporto, calcolato per ogni dato periodo dell'orizzonte temporale previsto per la durata dei finanziamenti, tra il flusso di cassa disponibile per il *debt service* e il servizio del debito comprensivo di quota capitale (QC) e quota interessi (I) come rappresentato dalla formula seguente:

$$DSCR = \frac{FCFD_t}{QC_t + I_t}$$

in cui:

- $FCFD_t$  Flussi di Cassa al Servizio del Debito dell'anno  $t$ ;
- $t$  anno valutato;
- $QC_t$  quota Capitale dell'anno  $t$ ;
- $I_t$  quota Interessi dell'anno  $t$ ;

L'indice potrebbe essere calcolato anche utilizzando al numeratore il FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (nel rendiconto finanziario FCFO). Nella pratica professionale si utilizza più spesso il FLUSSO DI CASSA DISPONIBILE PER IL SERVIZIO DEL DEBITO e, pertanto, è questa la versione richiesta al proponente secondo la formula esposta.

Per ciò che riguarda il divisore si precisa che l'indice si calcola esclusivamente con riferimento ai debiti finanziari per cui gli unici valori da considerare sono quelli ricavabili dai piani di ammortamento dei mutui così come esposti al PARAGRAFO 2.3.

L'indice è utilizzato per l'analisi della sostenibilità di un determinato livello di indebitamento permettendo di valutarne la rischiosità e il relativo costo. Un valore uguale o superiore all'unità



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

rappresenta la capacità dell'investimento di liberare risorse sufficienti a coprire le rate del debito spettanti ai finanziatori. Nella pratica un buon livello del DSCR che evidenzia un realistico interesse all'investimento, dovrebbe attestarsi intorno al valore di 1,2 / 1,3 per dimostrare che, oltre a coprire i debiti finanziari, il progetto è in grado di remunerare anche gli azionisti<sup>10</sup>.

L'ente concedente ritiene di dover attribuire i seguenti significati ai valori del DSCR desumibili dal Rendiconto Finanziario contenuto nel PEF:

- $ratio > 1,2$       risultato soddisfacente;
- $1 < ratio < 1,2$    risultato accettabile;
- $ratio < 1$           risultato insoddisfacente;

evidenziando, tuttavia, che nei casi in cui il concessionario sostenga interamente il rischio di domanda sarebbero auspicabili valori da 1,3 a crescere.

### **14.2 – Average Debt Service Cover Ratio (ADSCR)**

L'indice ADSCR calcola il grado medio di copertura del servizio del debito per il periodo durante il quale il finanziamento per il progetto è rimborsabile. Quindi si tratta di fare la media degli indici DSCR calcolati sul periodo di rimborso del finanziamento secondo la seguente formula:

$$ADSCR = \sum_{t=1}^s \frac{DSCR_t}{s}$$

in cui:

- $DSCR_t$       Debt Service Cover Ratio dell'anno  $t$ ;
- $t$               periodo preso in considerazione;
- $s$               numero di anni durata dei finanziamenti;

### **14.3 – Loan Life Cover Ratio (LLCR)**

L'indice LLCR è utilizzato per l'analisi della sostenibilità di un determinato livello di indebitamento e consente di valutarne la rischiosità ed il relativo costo.

Il suo valore deve essere calcolato dal proponente come rapporto tra il VAN dei flussi FCFD<sup>11</sup> per il periodo intercorrente tra la data di calcolo e la data finale di rimborso del finanziamento e la somma degli importi erogati e non rimborsati del finanziamento alla stessa data di calcolo.

Con riferimento al tasso di attualizzazione da utilizzare per il calcolo del VAN dei flussi FCFD, si ritiene di dover utilizzare quello definito con il WACC di cui al PARAGRAFO 13.4. Questo in quanto, attualizzare quei flussi considerando esclusivamente il tasso di indebitamento  $K_d$ , presupporrebbe che durante la vita del finanziamento, e fino a che lo stesso non venga rimborsato, non sia prevista

<sup>10</sup> Il Dipartimento per La Programmazione e Il Coordinamento della Politica Economica della Presidenza del Consiglio Dei Ministri (DIPE) individua un range ottimale compreso tra 1,25 e 1,6.

<sup>11</sup> Per completezza si segnala che, sul calcolo di tale flusso, esiste anche la scuola di pensiero che suggerisce l'utilizzo dei Flussi di Cassa Operativi (FCFO - flussi unlevered) in maniera tale da valutare la sostenibilità operativa del progetto in senso stretto senza considerare risorse estranee al processo operativo.





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

nessuna remunerazione a favore degli azionisti anche se gli stessi hanno investito risorse nel progetto.

Il calcolo dell'indice dovrà avvenire secondo la seguente formula:

$$LLCR = \frac{\sum_{t=s}^{s+n} \frac{FCFD_t}{(1+i)^t}}{D_t}$$

in cui:

- $t$  periodo preso in considerazione;
- $s$  anno di inizio rimborso debito;
- $s+n$  anno di fine rimborso debito;
- $FCFD$  Flussi di Cassa al Servizio del Debito;
- $D_t$  debito residuo al periodo  $t$ ;
- $i$  tasso di attualizzazione determinato con WACC;

Semplificando il concetto si può affermare che l'indice LLCR verifica quante volte il debito può essere ripagato dal CASH FLOW DISPONIBILE PER IL SERVIZIO DEL DEBITO (FCFD) durante la vita del prestito. Un valore superiore all'unità rappresenta, pertanto, una adeguata garanzia per i finanziatori.

### **14.4 – Project Life Cover Ratio (PLCR)**

L'indice PLCR è un indice dinamico simile al LOAN LIFE COVER RATIO (LLCR), ma mentre nel LLCR, i Flussi di Cassa a Servizio del Debito (FCFD) sono considerati solo per il periodo di ammortamento del prestito (*duration* del finanziamento), nel calcolo del PLCR sono considerati per tutta la durata della concessione (*Project Life*).

Il valore del PLRC è determinato, per ciascun anno del PEF, dal rapporto fra la somma dei Flussi di Cassa a Servizio del Debito (FCFD) compresi tra l'istante (anno) di valutazione e l'ultimo anno di concessione, attualizzati al tasso WACC (per le stesse ragioni già esposte per il calcolo del LLRC), e il debito residuo allo stesso istante di valutazione.

Il calcolo dell'indice dovrà avvenire secondo la seguente formula:

$$PLCR = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{FCFD_t}{(1+i)^t}}{D_t}$$

in cui:

- $t$  periodo preso in considerazione;
- $n$  numero di anni durata concessione;





# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

- $FCFD$  *Flussi di Cassa al Servizio del Debito;*
- $D_t$  *debito residuo al periodo  $t$ ;*
- $i$  *tasso di attualizzazione determinato con WACC;*

L'indice consente, in sostanza, di valutare la solvibilità riferita ad un orizzonte temporale anche successivo al periodo di rimborso del debito, mostrando la capacità (nel caso fosse necessario) di ristrutturare o estendere la durata del debito oltre la durata iniziale contrattualmente definita fornendo, quindi, una visione del progetto oltre la durata dei tempi di ammortamento dei prestiti stessi.

Come nel caso dell'indice LLCR, anche per l'indice PLRC un livello soddisfacente per i finanziatori è un valore maggiore di 1. Si vuole, infine, evidenziare che nel caso in cui la concessione abbia una durata superiore a quella di ammortamento dei debiti, il valore dell'indice PLRC può risultare notevolmente superiore al valore dell'indice LLCR. Ciò deriva dal fatto che il valore al numeratore (VAN di FCFD) dell'indice PLRC è normalmente superiore al numeratore dell'indice LLCR in quanto contiene l'attualizzazione di un numero di flussi di cassa annuali (in genere positivi) superiore. Esattamente si tratta dei flussi di cassa degli anni che intercorrono tra il termine dell'ammortamento dei prestiti e il termine del periodo concessorio.

L'indice PLRC fornisce l'elemento finale del sistema di *ratios* che, assieme agli indici DSCR e LLCR, è volto a fornire una visione completa della capacità del progetto di rimborsare i debiti.



### 15 – SPESE SOSTENUTE PER LA PREDISPOSIZIONE DELLA PROPOSTA

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

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

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



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

### 16 – INDICAZIONI PER LA PREDISPOSIZIONE DEI DOCUMENTI E DEI FILE.

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

- a) Il Piano Economico-Finanziario, come tutti gli altri documenti, deve essere predisposto in formato PDF;
- b) Oltre ai documenti in formato PDF devono essere fornite tutte le tabelle esposte nel PEF e le eventuali ulteriori tabelle utili ai calcoli, in formato excel aperto;
- c) Le tabelle in formato excel devono essere presentate in maniera ordinata e leggibile. Deve essere eliminata la visualizzazione della griglia dal menu “Visualizza” e le tabelle devono avere i bordi appositamente creati con il “Formato Celle”;
- d) Per ogni tabella in excel deve essere utilizzato uno specifico foglio. Non è possibile predisporre nel medesimo foglio una o più tabelle. Ad esempio il foglio contenente il Conto Economico non può contenere anche il calcolo dell'imposizione fiscale o la gestione dell'IVA.
- e) Nelle celle di excel dove siano presenti formule, salvo casi eccezionali, **non vanno riportati numeri** ma esclusivamente riferimenti a celle che li contengono.

A titolo di esempio:

- nel calcolo delle quote di ammortamento al 4% relative ad un cespite la formula non potrà essere:

**=A1\*4%**

bensì

**=A1\*B1**

dove **B1** rappresenta la cella che contiene il coefficiente di ammortamento **4%**. La cella **B1** deve, ovviamente, contenere di fianco la sua descrizione;

- nel calcolo dell'IVA riferita ad un costo o a un ricavo al 22% la formula non potrà essere:

**=A1\*22%**

bensì

**=A1\*B1**

dove **B1** rappresenta la cella che contiene l'aliquota IVA al **22%**. La cella **B1** deve



# COMUNE DI CHIAVARI

## Città Metropolitana di Genova

ovviamente contenere di fianco la sua descrizione;

- nel calcolo delle deduzioni d'imposta in base a un determinato imponibile la formula non potrà essere

$$=SE(A1>1000;100;SE(A1>2000;50))$$

bensì

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

dove **B1**, **C1**, **B2** e **C2** rappresentano le celle che contengono imponibili e deduzioni. Le celle **B1**, **C1**, **B2** e **C2** devono ovviamente contenere di fianco la loro descrizione.

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