

# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

Servizio di Supporto al RUP ai sensi dell'Art 15 comma 6 del D.LGS N. 36/2023

nella attività di Valutazione del

**FINANZA DI PROGETTO ex art.193 Dlgs 36/2023 e s.m.i. per la riqualificazione e la gestione del  
Centro Residenziale per Anziani Sen. Giuseppe Borrelli nel Comune di Guardigliare  
con annesso CDI e RSD**

## ***RELAZIONE ECONOMICO – FINANZIARIA***

*OperaOmnia S.r.l. e Società Cooperativa il Nodo* (di seguito anche il **Proponente**) hanno presentato all'Amministrazione del Comune di **Guardigliare** una *Proposta di partenariato pubblico privato denominata "Project Financing - Centro residenziale per anziani Borrelli"* relativa alle attività di Riqualificazione e Gestione della CRA del Comune di Guardigliare (di seguito anche semplicemente la **Proposta**) che contempla una durata della Concessione pari a 30 anni.

L'Amministrazione Comunale di **Guardigliare** ha conferito a KG PROJECT S.r.l. un Servizio di Supporto al RUP, ai sensi dell'art 15 comma 6 del D.Lgs n. 36/2023, relativo all'attività di valutazione Economico-Finanziaria della *Proposta*.

*Nella presente valutazione, è considerata anche l'ulteriore documentazione integrata dal Proponente in data 09 luglio 2024; la presente Relazione valuta pertanto il **Nuovo Piano Economico Finanziario** della **Proposta**.*

Nell'ambito di tale attività, verranno segnalate le criticità riscontrate alla luce del quadro normativo e di riferimento.

### **N.B.:**

Si evidenzia che:

- di seguito, indicando o facendo riferimento alla **Amministrazione** ci si riferisce alla Amministrazione Comunale di **Guardigliare**.
- di seguito, indicando o facendo riferimento al **Codice** ci si riferisce al Codice dei Contratti Pubblici, ovvero al D.Lgs 36/2023.
- di seguito, indicando o facendo riferimento al **PEF** ci si riferisce al **Piano Economico Finanziario** della **Proposta**.

### **Riferimenti normativi**

La **Proposta** è stata presentata come Operazione di Partenariato Pubblico Privato ai sensi dell'Articolo 193 del D.Lgs 36/2023, pertanto il riferimento normativo della presente Relazione è il Codice dei Contratti Pubblici.

Ulteriore riferimento è rappresentato dalla "Guida alle pubbliche amministrazioni per la redazione di un contratto di concessione per la progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche in partenariato pubblico privato" edizione 2021, approvata con determina del **MEF/Ragioneria Generale dello Stato** n. 1 del 5 gennaio 2021 e dall'**ANAC** con delibera n. 1116 del 22 dicembre 2020 (di seguito anche semplicemente **MEF/ANAC 2021**) nonché dalla Linee Guida n° 9 di ANAC "Monitoraggio

# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

delle amministrazioni aggiudicatrici sull'attività dell'operatore economico nei contratti di partenariato pubblico privato”.

Sia MEF/ANAC 2021 che la *Linee Guida n° 9* di ANAC sono strutturate in relazione al D.Lgs. n. 50/2016, pertanto, stante l'abrogazione del Codice del 2016, non costituiscono più attuazione della normativa codicistica ma, nel vigore dell'attuale Nuovo Codice, possono in ogni caso essere considerate come buone prassi con funzione orientativa ed in tale ottica devono intendersi i richiami o riferimenti alle stesse nella presente relazione.

---

## Esame e Valutazione del Piano Economico Finanziario (PEF)

La presente *Relazione* è predisposta sulle informazioni rese disponibili alla data del 09/07/2024, assumendo che quanto presente nel PEF relativo alla *Proposta* corrisponda a quanto economicamente e finanziariamente indicato nella Convenzione/Contratto a cui la stessa *Proposta* fa riferimento.

Inoltre, si assume che la ripartizione del *Rischio Operativo* derivante dalle disposizioni della Convenzione/Contratto a cui fa riferimento la *Proposta*, sia effettivamente quella indicata nella Matrice dei Rischi e che quanto economicamente e finanziariamente disposto nella Convenzione/Contratto e nella Matrice dei Rischi trovi un effettivo e coerente riscontro nel suddetto PEF.

Il PEF della *Proposta* **NON** risulta essere stato sottoposto alla “Asseverazione” di cui all'Art 193 comma 1 del *Codice*.

--

Il **Piano Economico Finanziario** (PEF) nelle Concessioni e nelle Procedure di Partenariato Pubblico Privato/Finanza di Progetto, rappresenta lo sviluppo numerico dei dati di Progetto nel corso della durata contrattuale ed indica la capacità dell'iniziativa di sostenere con le risorse generate, le uscite previste.

Il PEF è il documento in cui si sintetizzano le valutazioni relative all'Equilibrio Economico-Finanziario del Progetto.

L'art. 177 comma 5 del Codice, cita: <<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.>>

➤ per convenienza economica si intende la capacità del progetto di generare ricavi che nell'arco dell'efficacia del contratto, siano almeno in grado di coprire tutti i costi

➤ per sostenibilità finanziaria si intende la capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso sia dei mezzi di terzi utilizzati nell'operazione, che a remunerare gli investitori.

# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

La convenienza economica viene analizzata attraverso Indicatori di redditività quali il Valore Attuale Netto (**VAN**) e il Tasso Interno di Rendimento (**TIR**).

Per misurare la sostenibilità finanziaria si utilizzano Indicatori di *bancabilità* come il Debt Service Cover Ratio (**DSCR**) e il Loan Life Cover Ratio (**LLCR**).

Di seguito il dettaglio degli **Indicatori** che, in un PEF che contempla un Investimento, vengono solitamente utilizzati per l'identificazione dell'*Equilibrio Economico Finanziario*:

- **Ke**  
Costo dei mezzi propri (capitale di rischio o Equity), ovvero il tasso di rendimento previsto dall'azionista/investitore, ovvero dal *Concessionario*.
- **WACC**  
Costo medio ponderato del capitale (Weighed Average Cost of Capital, WACC) è rappresentato dalla media ponderata tra il costo del debito al netto dell'imposizione fiscale ed il costo del capitale proprio, "pesati" per la rispettiva percentuale di incidenza rispetto all'intera struttura del capitale.

- ***VAN (indicatore di redditività dell'operazione)***

Il *Valore Attuale Netto* è la somma algebrica dei flussi di cassa generati da un progetto e attualizzati secondo un tasso di sconto.

Il **VAN** rappresenta la ricchezza incrementale generata dall'investimento, calcolata nel momento in cui viene effettuata la valutazione.

Se questa grandezza è positiva, l'investimento verrà considerato accettabile.

Nello specifico avremo un **VAN di Progetto** o **VAN Operativo** che viene determinato come somma algebrica dei flussi di cassa operativi, scontati al tasso del WACC (costo medio del capitale investito).

Dato che, ai sensi del *Considerando 20* della Direttiva 2014/23/UE << *Ai fini della valutazione del rischio operativo, dovrebbe essere preso in considerazione in maniera coerente ed uniforme il valore attuale netto dell'insieme degli investimenti, dei costi e dei ricavi del concessionario..*>> il **VAN di Progetto** può essere considerato come un valido parametro di misurazione del **Rischio Operativo** di una Concessione/PPP.

-

Il **VAN Azionisti** o **VAN Finanziario** indica la redditività per i soci/azionisti del progetto.

Per determinare il **VAN Azionisti** si considera il cash flow relativo ai portatori di capitale proprio - *MEF/ANAC* suggeriscono di utilizzare i flussi di cassa disponibili per gli azionisti e non quelli relativi alla distribuzione di dividendi - e come tasso di attualizzazione il **Ke** (costo del capitale di rischio).

- ***TIR (indicatore di redditività dell'operazione)***

Il *Tasso Interno di Rendimento* è quel tasso che rende nulli i flussi di cassa attualizzati associati a un determinato progetto, ovvero è il tasso di sconto che azzerà il valore del **VAN**.

# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

Il valore del **TIR di Progetto** o **TIR Operativo** deve essere *adeguatamente* maggiore rispetto a quello del **WACC** : se il rapporto **TIR di Progetto/WACC** è eccessivamente basso non vi sarà interesse per il relativo Progetto da parte degli Operatori Economici, viceversa se risulta eccessivamente alto, si potrebbero evidenziare, così come indicato nella Linee Guida N° 9 di ANAC, dei << margini di extra-reddittività per il Proponente/Concessionario, potenzialmente capaci di limitare il trasferimento del Rischio Operativo>>.

■

Il valore del **TIR Azionisti** o **TIR Finanziario** deve essere *adeguatamente* maggiore rispetto a quello del **Ke**.

- **DSCR (indicatore di sostenibilità finanziaria)**

Il **DSCR** misura la sostenibilità del servizio del debito in ogni esercizio.

La sostenibilità del servizio del debito è verificata al conseguimento di un valore del **DSCR** almeno superiore all'unità.

Il **DIPE** nel documento "Il project financing per la realizzazione delle opere pubbliche in Italia Stato dell'arte, criticità e prospettive. Cosa accade dopo l'aggiudicazione dei contratti di concessione di lavori: da un'analisi di 1.000 progetti tra il 2002 e il 2014" colloca l'entità ottimale del **DSCR** in un range compreso tra 1,25 e 1,65 in funzione della tipologia di progetto, mentre nella prassi un valore medio pari o superiore a 1,20 è ritenuto accettabile.

- **LLCR (indicatore di sostenibilità finanziaria)**

L'**LLCR** analizza la sostenibilità del debito facendo riferimento all'intera durata del finanziamento.

L'entità dell'**LLCR**, durante ogni esercizio, deve attestarsi su valori superiori all'unità - **MEF/ANAC 2021** suggeriscono un valore medio pari o superiore a 1,20.

- **DPBP - DISCOUNTED PAYBACK PERIOD**

È l'indice che identifica l'arco di tempo necessario per recuperare l'investimento effettuato. Esso indica cioè il numero di anni per i quali la somma dei flussi di cassa netti attualizzati e relativi ad uno specifico investimento è pari al costo iniziale dell'investimento.

In altre parole rappresenta il periodo di tempo necessario affinché il **VAN del Progetto** sia pari a Zero (0,00).

■

Val la pena di ricordare che **MEF/ANAC 2021** nella Relazione Illustrativa affermano che:

"Gli indicatori fondamentali per definire l'equilibrio economico e finanziario sono il **VAN** (Valore Attuale Netto), il **TIR** (Tasso Interno di Rendimento) e il **DSCR** (Debt Service Cover Ratio). Il **VAN** e il **TIR** misurano la convenienza economica mentre il **DSCR** è una misura di bancabilità, spesso associata a un altro indicatore, il **LLCR** (Loan Life Cover Ratio)."

"L'Equilibrio economico e finanziario è assicurato quando il **TIR di progetto tende** al costo medio ponderato del capitale (**Wacc**) sempre che il **WACC** sia stato correttamente calcolato e quando il **VAN tende** a zero. "

"L'Equilibrio economico e finanziario è assicurato quando il **TIR di azionista tende** al rendimento atteso dei mezzi propri investiti, sempre che tale rendimento sia stato correttamente stimato in funzione del profilo di rischio sopportato e quando il **VAN dell'azionista tende** a zero. "

# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

“Il DSCR (..) è dato dal rapporto tra i flussi di cassa operativi e il servizio del debito (rimborso del capitale e pagamento degli oneri finanziari). Nella pratica il **valore minimo accettabile** di questo indicatore si attesta attorno a valori di 1,20 o 1,30.”

“Il LLCR (..) è considerato soddisfacente se ha un **valore maggiore** di 1,5 e, comunque, **non inferiore** a 1,2.”

Il **PEF** presenta i seguenti **Indicatori** del **PEF**:

Tab 1

Durata Concessione (anni)	30
WACC	7,04%
VAN Progetto	49.392,91 €
TIR Progetto	7,78%
Ke	10,82%
VAN Azionisti	24.021,92 €
TIR Azionisti	11,84%
PBP - Periodo di Ritorno (anni)	14
DPBP (anni)	27
DSCR Medio	2,33
LLCR Medio	2,70

## Valutazione del PEF

### Considerazioni sulla determinazione del Ke

Il **Ke** viene calcolato utilizzando la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta * ERP$$

dove **Rf** è il tasso privo di rischio (ad esempio il **rendimento** dei **BTP** per la scadenza interpolata sulla vita media del progetto)

**β** (Beta) è la misura del rischio sistematico del progetto in relazione a quello del mercato (rischio del progetto spesso approssimato con il rischio del settore economico cui è riferibile il progetto),

**ERP** (Equity Risk Premium) è il premio richiesto per il rischio complessivo di mercato calcolato come ed è pari a **RM** (Rendimento di Mercato) dedotto **Rf** - **ERP = RM - Rf** ovvero **RM = ERP + Rf**

Nel **PEF** in esame abbiamo:

Ke - Rendimento atteso del Capitale Privato		
Tasso Free - Risk - Rf		4,10%
Beta Levered - β		0,86
RM - Rendimento di Mercato	RM = ERP + Rf	11,91%
ERP - Equity Risk Premium	ERP = RM - Rf	7,81%
Ke		10,82%

Considerata l'entità dei fattori di computo desunti dal **PEF** (in rosso nella tabella che precede),

# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

possiamo ritenere correttamente computato il valore del **Ke**.

-

## Considerazioni sulla determinazione del WACC

Il WACC viene calcolato utilizzando la seguente formula:

$$WACC = K_e * [E / (E+D)] + K_d * [D / (E+D)] * (1-T)$$

dove **Ke** è il costo (rendimento atteso) del capitale di rischio, **Kd** è il costo del debito (ante imposte), **E** è il capitale di rischio, **D** è il debito, **T** è l'aliquota fiscale.

Nel **PEF** in esame abbiamo:

Calcolo del WACC		Peso %
Capitale Proprio - E	200.000,00 €	44,61%
Capitale Debito - D	248.360,99 €	55,39%
Capitale Complessivo - Investimento del PEF	448.360,99 €	100,00%
Ke	10,82%	
Kd	5,25%	
Aliquota Fiscale - T	24,00%	
Wacc	7,04%	

Il valore del WACC indicato nel **PEF** risulta correttamente determinato.

--

Si valuta la Convenienza Economica e la Sostenibilità Finanziaria del **PEF** sulla base dei seguenti Valori di Riferimento:

Tab 2

Convenienza Economica	TIR Progetto +/- = WACC	VAN Progetto +/- = 0
	TIR Azionisti +/- = Ke	VAN Azionisti +/- = 0
Sostenibilità Finanziaria	DSCR Medio => 1,20	LLCR Medio => 1,20

Dal confronto fra gli Indicatori di Convenienza Economica desunti dal **PEF** ed i relativi Valori di Riferimento, otteniamo la seguente Tabella di Valutazione:

Tab 3

Indicatori			Valori Riferimento		Scostamento	Convenienza Economica
TIR Progetto	7,78%	+/- =	7,04%	WACC	9,63%	Riscontrata
VAN Progetto	49.392,91 €	+/- =	0,00			Riscontrata
TIR Azionisti	11,84%	+/- =	10,82%	Ke	8,63%	Riscontrata
VAN Azionisti	24.021,92 €	+/- =	0,00			Riscontrata

# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

Dal confronto fra gli Indicatori di Sostenibilità Finanziaria desunti dal PEF ed i relativi Valori di Riferimento, otteniamo la seguente Tabella di Valutazione:

Tab 4

Indicatori	Valori Riferimento		Sostenibilità Finanziaria
DSCR Medio	2,33	=> 1,20	Riscontrata
LLCR Medio	2,70	=> 1,20	Riscontrata

--

Come sopra evidenziato i valori relativi sia al VAN di Progetto che al VAN Azionisti indicati nel PEF sono Superiori a Zero e Positivi.

Viste le indicazioni contenute nella sopracitata Relazione Illustrativa di MEF/ANAC 2021:

*“L’Equilibrio economico e finanziario è assicurato quando il **TIR di progetto tende** al costo medio ponderato del capitale (Wacc) sempre che il WACC sia stato correttamente calcolato e quando il VAN **tende** a zero. ”.*

*“L’Equilibrio economico e finanziario è assicurato quando il **TIR di azionista tende** al rendimento atteso dei mezzi propri investiti, sempre che tale rendimento sia stato correttamente stimato in funzione del profilo di rischio sopportato e quando il **VAN dell’azionista tende** a zero. ”*

e considerato che gli “scostamenti” degli Indicatori *TIR di Progetto* e *TIR Azionisti* rispetto ai relativi *Valori di Riferimento* di cui alla precedente Tabella 3, ricadono in un range ragionevolmente accettabile,

si ritiene pertanto che i valori di *VAN Progetto* e *VAN Azionisti* espressi nel PEF di Riequilibrio costituiscano dei valori « **tendenti** » allo Zero (0,00) in virtù del fatto che:

- il Tasso Interno di Rendimento (TIR) è quel tasso che rende il VAN pari a Zero (0,00)
- in presenza di un TIR di Progetto della medesima entità del WACC avremo un VAN di Progetto pari a Zero (0,00)
- in presenza di un TIR Azionisti della medesima entità del Ke avremo un VAN Azionisti pari a Zero (0,00)

ne consegue pertanto, che

- un TIR di Progetto la cui entità « **tende** » a quella del WACC - ovvero in presenza di uno scostamento ragionevolmente accettabile fra il valore del TIR di Progetto e quello del WACC – si avrà un VAN di Progetto che « **tende** » a Zero (0,00)
- un TIR Azionisti la cui entità « **tende** » a quella del Ke - ovvero in presenza di uno scostamento ragionevolmente accettabile fra il valore del TIR Azionisti e quello del Ke – si avrà un VAN Azionisti che « **tende** » a Zero (0,00)

---



# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

Il Comma 2 dell'Art 168 (*Durata delle concessioni*) del D.Lgs 50/2016 cita:

2. Per le concessioni ultraquinquennali, **la durata massima della concessione non può essere superiore al periodo di tempo necessario al recupero degli investimenti da parte del concessionario** individuato sulla base di criteri di ragionevolezza, insieme ad una remunerazione del capitale investito, tenuto conto degli investimenti necessari per conseguire gli obiettivi contrattuali specifici come risultante dal piano economico-finanziario. Gli investimenti presi in considerazione ai fini del calcolo comprendono quelli effettivamente sostenuti dal concessionario, sia quelli iniziali sia quelli in corso di concessione.

Il comma 2 dell'Art 178 (*Durata delle concessioni*) del Codice cita:

<<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>>

Dal PEF si evince il seguente valore relativo all'*Indicatore di Durata DPBP* :

Tab 5

<b>Durata della Concessione</b> (anni)	<b>30</b>
<b>DPBP</b> (anni)	<b>27</b>
DPBP/Durata Concessione - <b>Scostamento %</b>	10,00%
DPBP/Durata Concessione - <b>Differenziale di Durata</b> (anni)	<b>-3</b>

Considerato lo "scostamento" ragionevolmente accettabile dell'Indicatore DPBP rispetto alla *Durata della Concessione* di cui alla precedente Tabella 5, si ritiene che il valore del DPBP espresso dal PEF costituisca un valore « **tendente** » alla *Durata della Concessione*, in virtù del fatto che:

- il DPBP è il periodo di tempo necessario affinché il *VAN di Progetto* sia pari a Zero (0,00)
- in presenza di un DPBP della medesima entità della *Durata della Concessione* avremo un *VAN di Progetto* pari a Zero (0,00)

ne consegue pertanto, che

- un DPBP la cui entità « **tende** » a quella della *Durata della Concessione* - ovvero in presenza di uno scostamento ragionevolmente accettabile fra il valore del DPBP e quello della *Durata della Concessione* - si avrà un *VAN di Progetto* che « **tende** » a Zero (0,00)

La *Durata della Concessione* appare pertanto congrua rispetto alle indicazioni dell'Articolo 178 comma 2 del Codice.

--

Considerato il positivo riscontro relativo alla *Durata della Concessione* e visto che il PEF evidenzia una adeguata Convenienza Economica ed una congrua Sostenibilità Finanziaria, si può affermare che nel Piano Economico Finanziario della *Proposta* sia riscontrabile l'Equilibrio Economico Finanziario di cui all'art. 177 comma 5 del Codice.



# KG PROJECT S.R.L.

(a Socio Unico)

Codice Fiscale e Partita Iva 03683351203

www.kgproject.it

## ATTENZIONE

Il *Proponente* dovrà poi consegnare all'*Amministrazione* opportuna ***Relazione di Asseverazione*** relativa al **PEF** qui esaminato.

Molinella, 09/07/2024

KG PROJECT SRL



Responsabile del Progetto:

**Gian Paolo Sgargi** – Tel 389.3447312 - sgargi@kgproject.it