

La Finanziabilità del Servizio Idrico Integrato

Il presente Working Paper costituisce una monografia che raccoglie i contributi di diversi autori sul tema della finanziabilità del servizio idrico integrato. Il programma degli interventi presente nei Piani di Ambito crea, infatti, un ingente fabbisogno finanziario che il gestore copre in parte con il capitale proprio e in parte, in modo prevalente, con il ricorso all'indebitamento bancario. Il lavoro si pone, pertanto, l'obiettivo di introdurre i principali aspetti dei finanziamenti di lungo termine, in particolare quelli di tipo strutturato, offrendo spunti di riflessione sul comportamento regolatorio che gli Enti di Ambito dovrebbero adottare. I diversi capitoli toccano i principali aspetti del finanziamento degli investimenti e i problemi che gli enti di regolazione si trovano ad affrontare nel momento in cui si apprestano a valutare le alternative di finanziamento per la realizzazione dei Piani di Ambito.

Il primo contributo, ad opera di Paolo Peruzzi, è di carattere introduttivo ed indaga le motivazioni che creano un fabbisogno finanziario così elevato per le imprese del servizio idrico. Si evidenziano le caratteristiche di un settore che presenta un'alta intensità di capitale, investimenti in infrastrutture con un'elevata vita utile e bassi tassi di rendimento. Nel servizio idrico italiano, dalla distribuzione degli investimenti prevista dai Piani di Ambito, emerge che l'ingente volume di risorse finanziarie necessarie a realizzare il processo produttivo è distribuito in maniera crescente nei primi due terzi dell'affidamento, per poi ridursi gradualmente nell'ultimo terzo. Poiché le entrate del gestore sono distribuite in maniera progressiva lungo tutto l'arco dell'affidamento, si crea nei primi anni un ingente fabbisogno di cassa, da finanziare attraverso il capitale proprio o il ricorso all'indebitamento a lungo termine.

Il secondo capitolo, realizzato da Leonardo Nucara, espone le diverse alternative di finanziamento di lungo termine, individuando quelle che possono risultare più adeguate per il servizio idrico. Si definiscono le caratteristiche dei finanziamenti bancari, del ricorso ai mercati finanziari e dei finanziamenti pubblici, per poi approfondire lo strumento del project finance, che presenta numerosi vantaggi per il servizio idrico. In particolare, si tratta di una modalità di finanziamento che è specificamente disegnata sulle caratteristiche del singolo affidamento ed è in grado di garantire sin dal primo anno di gestione la certezza dei costi e la copertura del fabbisogno finanziario per tutta la durata della concessione. Gli autori descrivono nel dettaglio le principali caratteristiche di un project financing, le fasi in cui si sostanzia, le linee di credito generalmente disponibili. Ci si sofferma infine sulle prospettive di utilizzo del project financing alla luce delle recenti turbolenze nei mercati finanziari, che hanno sostanzialmente modificato i termini a quali le banche sono oggi disponibili a concedere credito di lungo termine.

Il capitolo successivo, redatto da Enrico Maria Peruzzi, presenta le categorie di servizi offerti in una tipica operazione di project financing e le procedure che dovrebbero essere seguite dal gestore nell'individuare i soggetti che realizzano il finanziamento. Si distinguono i servizi di consulenza, orientati alla definizione del profilo di rischio e dei tempi dell'operazione, e i servizi di finanziamento vero e proprio, che si sostanziano nella messa a disposizione di capitale e credito. Per ciascun servizio, si definiscono le remunerazioni richieste dai vari soggetti coinvolti. L'autore analizza, infine, la normativa applicabile alla scelta dei fornitori dei vari servizi di finanziamento richiesti in un'operazione di project financing e la procedura più adeguata alla loro selezione.

La stesura del Piano Economico Finanziario (P.E.F.) è l'argomento affrontato dal capitolo 4, realizzato da Enrico Passerini. La possibilità di ottenere finanziamenti a medio lungo termine dipende infatti fortemente dallo sviluppo tariffario e dal profilo temporale degli investimenti. Il regolatore deve quindi verificare e dimostrare, attraverso la predisposizione del Piano Economico Finanziario, che lo sviluppo tariffario assicura il pagamento del servizio del debito. Infatti, è in fase di predisposizione del P.E.F. che si determinano modalità, entità e natura dei mezzi economico-finanziari, con verifica della capacità da parte della gestione di auto-generare risorse (autofinanziamento) e con individuazione delle fonti da reperire esternamente attraverso la ricerca del grado ottimale di indebitamento nei confronti degli istituti di credito, al fine di trarre vantaggio da un positivo effetto leva finanziaria. L'autore analizza nel dettaglio i tre prospetti che compongono il P.E.F. e le relazioni che sussistono tra essi, soffermandosi sulle ipotesi da valutare per lo sviluppo delle grandezze rilevanti. Infine, l'autore espone le caratteristiche dell'analisi dei flussi, desumibili dal rendiconto finanziario, finalizzata all'individuazione di indici per la verifica dell'esistenza dei requisiti di bancabilità degli interventi, mediante la misurazione del grado di copertura del debito di medio-lungo termine.

Insieme al Piano Economico Finanziario, la Convenzione di affidamento è il documento oggetto di attenzione da parte dei potenziali finanziatori, su cui si concentra il capitolo 5. Sul tema, Giovanni Ciantano e Letizia Danesi evidenziano i requisiti e gli elementi che il contratto fra Autorità e Gestore dovrebbe presentare ai fini della bancabilità. Si analizzano in successione le principali clausole oggetto di scrutinio da parte degli enti finanziatori, evidenziando le carenze delle attuali Convenzioni di affidamento e le possibili soluzioni ai problemi di bancabilità. Successivamente, Paolo Peruzzi e Alessandro Mazzei presentano una disamina dei rischi cui è soggetto un affidamento del servizio idrico e della migliore allocazione di essi tra le parti. Il punto di partenza è l'inevitabile incompletezza che caratterizza un contratto di affidamento, circostanza che espone il gestore a rischi al di fuori del proprio controllo. Diviene, pertanto, essenziale procedere ad un'efficiente allocazione dei rischi, in modo da favorire l'afflusso di capitale. Il capitolo si conclude con un esame dettagliato delle principali categorie di rischio e dei soggetti che, di volta in volta, sono più efficienti a farvi fronte.

Il capitolo successivo, redatto da Stefano Gambetti, analizza le modalità di contabilizzazione dei costi legati all'attivazione di un finanziamento ed offre una serie di riflessioni su come gli enti di regolazione dovrebbero trattare tali costi ai fini tariffari. L'autore evidenzia dapprima come le modalità di contabilizzazione degli oneri finanziari e dei costi accessori ai finanziamenti sono significativamente differenti nei principi contabili nazionali e in quelli internazionali, pur a fronte di fattispecie analoghe o comunque confrontabili. Ne deriva che il regolatore, nella determinazione della tariffa, dovrà ricondurre tali modalità di contabilizzazione ad un trattamento uniforme. Pertanto, successivamente ci si sofferma sul trattamento più appropriato di tali oneri, alla luce del Metodo normalizzato, in base al quale la componente tariffaria di remunerazione del capitale è destinata a coprire tutti i costi che l'impresa regolata deve sostenere per il reperimento dei finanziamenti, indipendentemente dalla loro fonte, poiché in caso contrario si verificherebbe una "doppia tassazione" degli utenti.

Alessandro Mazzei presenta, a chiusura della monografia, un'utile ricognizione dei finanziamenti già attivati o in fase di strutturazione. L'autore osserva che il numero di operazioni ad oggi concluse è molto ridotto, ma molte altre sono in corso o in via di completamento e riguardano società di gestione con vari assetti proprietari. L'autore analizza le varie linee di finanziamento attivate, le principali condizioni a cui sono stati concessi i finanziamenti strutturati, il sistema di garanzie e vincoli adottato per tale tipo di operazioni.

Indice

1. IL FABBISOGNO FINANZIARIO DEL SERVIZIO IDRICO	4
1.1 Le caratteristiche dell'investimento di capitale nel servizio idrico	4
1.2 La distribuzione degli investimenti nei Piani di Ambito e il loro finanziamento.....	5
2. LE ALTERNATIVE DI FINANZIAMENTO PER IL SERVIZIO IDRICO INTEGRATO	8
2.1 Gli strumenti finanziari a disposizione del gestore.....	8
2.2 Il vantaggio del Project finance per la realizzazione degli interventi del Piano d'Ambito.....	13
3. I SOGGETTI COINVOLTI NELLE OPERAZIONI DI FINANZA STRUTTURATA E LE PROCEDURE PER LA LORO INDIVIDUAZIONE.....	21
3.1 Le figure tipiche e le funzioni svolte	21
3.2 Le modalità per l'individuazione dell' <i>advisor</i> e la gara per il finanziamento.....	22
4. LA REDAZIONE DEL PIANO ECONOMICO FINANZIARIO	25
4.1 Il passaggio dallo sviluppo tariffario ai prospetti pluriennali di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario	26
4.2 I requisiti economico – finanziari per la bancabilità.....	31
5. LA CARATTERISTICHE DI UNA CONVENZIONE BANCABILE	34
5.1 Gli elementi contrattuali rilevanti	34
5.2 Il ruolo del contratto per assicurare accordi efficienti.....	39
6. ASPETTI CONTABILI E REGOLATORI DELLE SPESE CONNESSE AL FINANZIAMENTO STRUTTURATO	42
6.1 Il trattamento contabile degli oneri finanziari e dei costi accessori ai finanziamenti.....	42
6.2 Il riconoscimento tariffario degli oneri finanziari e dei costi accessori al finanziamento.....	44
7 RICOGNIZIONE SUI FINANZIAMENTI ATTIVATI.....	47

1. Il fabbisogno finanziario del Servizio Idrico

di Paolo Peruzzi

1.1 Le caratteristiche dell'investimento di capitale nel servizio idrico

Ciò che caratterizza il capitale necessario ad organizzare e produrre i servizi di acquedotto, fognatura e depurazione, sembra essere la dimensione e la lunga durata delle infrastrutture necessarie.

L'investimento di capitale nei servizi idrici è una funzione necessaria ad assicurare la capacità di produzione e a mantenere il complesso delle reti di trasporto e di distribuzione. In generale l'industria dei servizi idrici ha alti costi fissi e un basso tasso fatturato per capitale investito (Beecher, 1993). Già Clemens nel 1954, nel suo *Economia dei servizi di pubblica utilità*, segnala la caratteristica che contraddistingue quasi tutti i servizi pubblici, e che nel settore dei servizi idrici trova probabilmente il valore più elevato. "Il fabbisogno di capitale delle società elettriche, del gas, dell'acqua, delle ferrovie e dei telefoni ammonta ad un valore che va da quattro a sei volte il loro fatturato annuale. In molte industrie manifatturiere il rapporto tra valore degli asset e reddito annuale è pari a uno se non meno." (Clemens, 1954). Anche Bonbright (1988), conferma questa caratteristica, e indica, per il settore delle pubbliche utilità, un valore di 3-4 dollari il capitale per ogni dollaro di fatturato, contro un valore medio di 0,8 dollari dell'industria manifatturiera. Indagini più recenti segnalano che questo rapporto nel settore dei servizi idrici oscilla fra 5 e 12, in confronto ad 1 nell'industria dei trasporti aerei, a 2 nelle ferrovie, 3 per le società dei telefoni a 3-4 nelle società elettriche (Beecher 1991, AAVV 1994, Wimpenny 2003).

Oltre ad essere un'industria ad alta intensità di capitale, le infrastrutture necessarie a produrre i servizi hanno anche la caratteristica di avere una lunga durata. Molti di questi investimenti di capitale, inclusi gli impianti di trattamento e le infrastrutture di trasporto e distribuzione, possono avere una vita utile molto lunga (Beecher, 1993). In generale i servizi idrici oltre a richiedere un alto tasso di capitale presentano anche un basso ritorno sugli asset, tipicamente del 5% (Ashley, 2006). Su questa seconda caratteristica, la lunga durata degli asset, che è essenziale, insieme alla prima nello stabilire un alto tasso di capitale per valore fatturato, si sono espressi altri economisti per sottolineare come questa particolarità finisca per richiedere l'intervento pubblico di regolazione in questo settore (Noll, 2002).

Un ulteriore aspetto che sembra caratterizzare il settore dei servizi idrici rispetto agli altri settori dei servizi pubblici locali è il tasso di rendimento degli investimenti. In questo caso si tratterebbe di un tasso di rendimento più basso in considerazione minor grado di rischio che gli investimenti in questo settore presentano rispetto ad altri settori come le autostrade, le telecomunicazioni, la distribuzione del gas e dell'energia elettrica¹.

¹ Cfr. Wimpenny (2003), in particolare secondo fonti dell'IFC (International Finance Corporation): le percentuali tipiche dei tassi di rendimento sono i seguenti: 5-10 settore idrico, 1-20 autostrade, 25-30 telecomunicazioni e 17-25 energia.

1.2 La distribuzione degli investimenti nei Piani di Ambito e il loro finanziamento

Con la Relazione annuale al Parlamento del COVIRI del 2007, è stato pubblicato anche un rapporto² sugli investimenti nel settore dei servizi idrici. Si tratta di un'indagine che ha per oggetto gli investimenti previsti dai Piani di Ambito e gli investimenti realizzati dai gestori nello stesso periodo, a tutto il 2006. La stessa indagine fornisce anche una sintetica rappresentazione delle forme di finanziamento degli investimenti.

Dal rapporto è possibile ricostruire, per ogni Piano di Ambito, i dati relativi alla previsione di investimento annuo per l'intera durata del Piano, ottenendo così la distribuzione annua degli investimenti. Dal complesso dei dati disponibili si è scelto di utilizzare i dati provenienti dai Piani di Ambito la cui durata è compresa fra 20 e 26 anni.

Il sistema tariffario che si applica nel servizio idrico integrato, meglio conosciuto come il Metodo normalizzato³, com'è noto, consente al gestore di recuperare i costi dell'investimento attraverso il riconoscimento in tariffa dei costi di ammortamento e remunerazione del capitale investito. Il Metodo consente di riconoscere in tariffa anche i costi operativi, che per semplificare, ipotizziamo che corrispondano ai costi effettivamente sostenuti dal gestore nello stesso anno. Trascurando l'effetto delle imposte, ipotizzando un'aliquota media di ammortamento del 7% annuo e applicando al valore medio del capitale investito la remunerazione del 7% annuo, così come previsto dal Metodo, abbiamo calcolato i flussi di cassa annuali che in questo modo si genererebbero per far fronte ai flussi in uscita per realizzare gli investimenti. I risultati sono rappresentati nel Grafico 1 e nel Grafico 2.

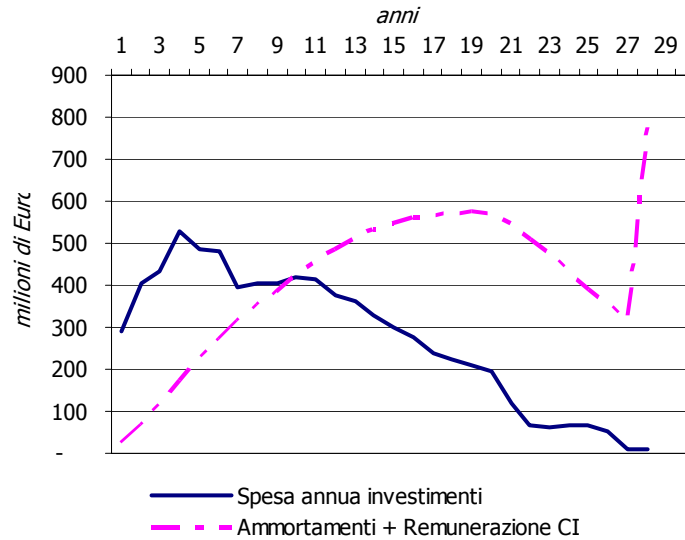
Nel Grafico 1, la prima curva rappresenta l'andamento della spesa annuale in investimenti, mentre la seconda curva traccia l'andamento dei flussi in entrata relativi agli ammortamenti e alla remunerazione del capitale investito. Come si può notare, nella previsione dei Piani di Ambito, gli investimenti hanno nei primi anni un andamento crescente, raggiungono un picco e successivamente diminuiscono. L'azzeramento degli investimenti è solo un fatto apparente dovuto al raggruppamento di Piani di Ambito con durate diverse. In generale, gli investimenti trovano un loro assestamento corrispondente, probabilmente, al fabbisogno di sostituzioni di impianti e reti che, di anno in anno, hanno esaurito la loro vita utile.

La seconda curva cresce negli anni fino a raggiungere il massimo valore delle immobilizzazioni al netto degli ammortamenti, per poi diminuire fino all'ultimo anno, nel quale è stata ricompresa la stima del valore finale degli investimenti non ancora ammortizzati. Si tratta del valore di riscatto finale degli impianti, che in questa simulazione è stato posto uguale al valore non ancora ammortizzato degli investimenti realizzati. Il punto di intersezione fra le due curve indica l'anno in cui i flussi in entrata si equivalgono a quelli in uscita per generare, successivamente, i flussi con cui compensare le uscite fino a quel momento accumulate. Questo accade il 10° anno.

²COVIRI (2008). *Rapporto sullo stato dei servizi idrici. Stato di attuazione, Investimenti, Tariffe*. Roma, Marzo.

³ Cfr. D.M. 1 agosto 1996. "Approvazione del Metodo normalizzato per definire le componenti di costo e determinare la tariffa di riferimento."

Grafico 1 – Piani di Ambito (20-26 anni), flussi di cassa annuali (semplificati)

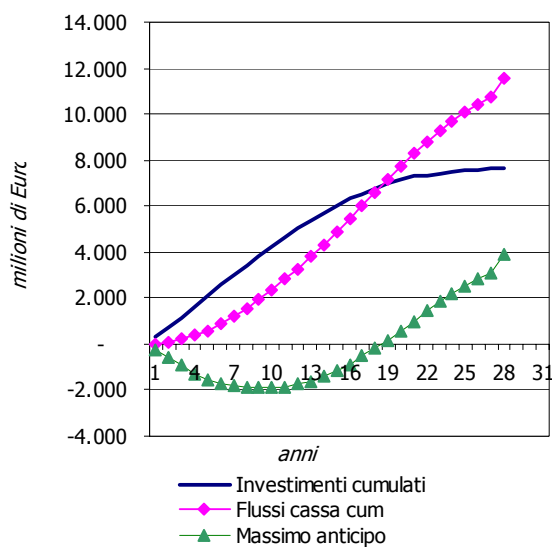


Fonte: elaborazione da dati COVIRI

Nel Grafico 2 sono rappresentati i flussi cumulati in uscita relativi agli investimenti, i flussi di cumulati in entrata relativi agli ammortamenti e alla remunerazione del capitale investito e la rispettiva differenza, ovvero i flussi cumulati netti, che costituiscono una prima indicazione del fabbisogno di cassa da finanziare.

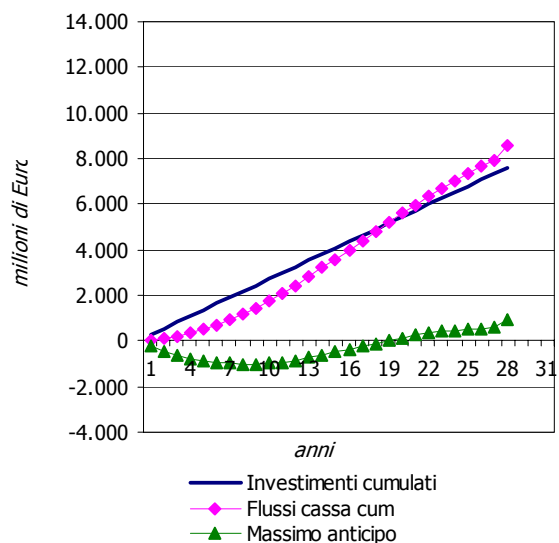
La forma delle curve è strettamente correlata a quelle precedenti del Grafico 1. Il punto di intersezione delle prime due curve è quello in cui i flussi cumulati in entrata compensano i flussi cumulati in uscita, un evento che si verifica al 19° anno del Piano. La terza curva rappresenta così l'andamento del fabbisogno di cassa per finanziare il Piano degli investimenti.

Grafico 2 - Piani di Ambito (20-26 anni), flussi di cassa cumulati (semplificati)



Fonte: elaborazione da dati COVIRI

Grafico 3 - Ipotesi di Piani di Ambito, a spesa d'investimento costante, flussi di cassa cumulati (semplificati)



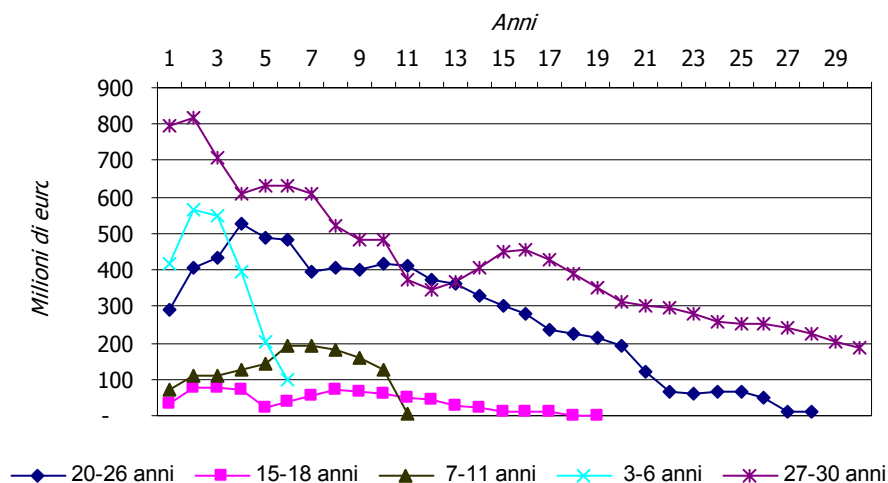
Fonte: elaborazione da dati COVIRI

La distribuzione annuale degli investimenti influisce sul valore del fabbisogno di cassa. Infatti, la maggiore concentrazione degli investimenti nei primi anni, mentre non influisce sul tempo di ritorno degli investimenti che rimangono legati agli ammortamenti, determina un maggiore fabbisogno, rispetto ad una circostanza "ordinaria" nella quale gli investimenti, costanti nel tempo, si limitano ad operare le sostituzioni degli impianti esauriti.

La presenza di questa elevata concentrazione nei primi anni dei Piani è legata principalmente agli obblighi di natura ambientale, in particolare alla necessità di adeguare la raccolta e al trattamento dei reflui alla normativa europea in materia di scarichi.

Il profilo della struttura finanziaria delle imprese di gestione che emerge dalla distribuzione degli investimenti prevista dai Piani di Ambito, è quella di un ingente volume di risorse finanziarie necessarie a realizzare il processo produttivo, che si concentra nei primi due terzi degli anni dei Piani, e che deve essere finanziato di conseguenza da capitale proprio e da finanziamenti vincolati a lungo termine. In particolare questo fabbisogno si presenta distribuito in maniera crescente nei primi dieci anni, per poi ridursi gradualmente nei successivi dieci.

Grafico 4 - Gli investimenti annui previsti dai Piani di Ambito raggruppati secondo la durata



Fonte: elaborazione da dati COVIRI

Siamo di fronte ad un settore che in generale presenta un'alta intensità di capitale e investimenti in infrastrutture con un'elevata vita utile. A questo si deve aggiungere che in Italia, per la particolare criticità dello stato delle infrastrutture e per gli obblighi di natura ambientale⁴ relativi alla raccolta e trattamento degli scarichi civili e industriali, il profilo degli investimenti presenta un'elevata concentrazione degli investimenti nei primi anni (Grafico 4).

Tutto questo, come abbiamo potuto rilevare dal rapporto sugli investimenti previsti dai Piani di Ambito (COVIRI, 2008), produce un elevato fabbisogno finanziario per un lungo numero di anni. Di fronte a questa circostanza le imprese finanziano il fabbisogno attraverso il capitale di rischio e il ricorso all'indebitamento. Sia il ricorso al capitale di rischio che al finanziamento di terzi, trova un riconoscimento in tariffa⁵ attraverso la remunerazione del capitale investito.

⁴ Si veda in particolare la previsione del D.lgs 152/2006 di trattare tutti gli scarichi dei nuclei sopra i 2.000 abitanti equivalenti.

⁵ Cfr. D.M. 1 agosto 1996. "Approvazione del Metodo normalizzato per definire le componenti di costo e determinare la tariffa di

2. Le alternative di finanziamento per il Servizio Idrico Integrato

di Leonardo Francesco Nucara

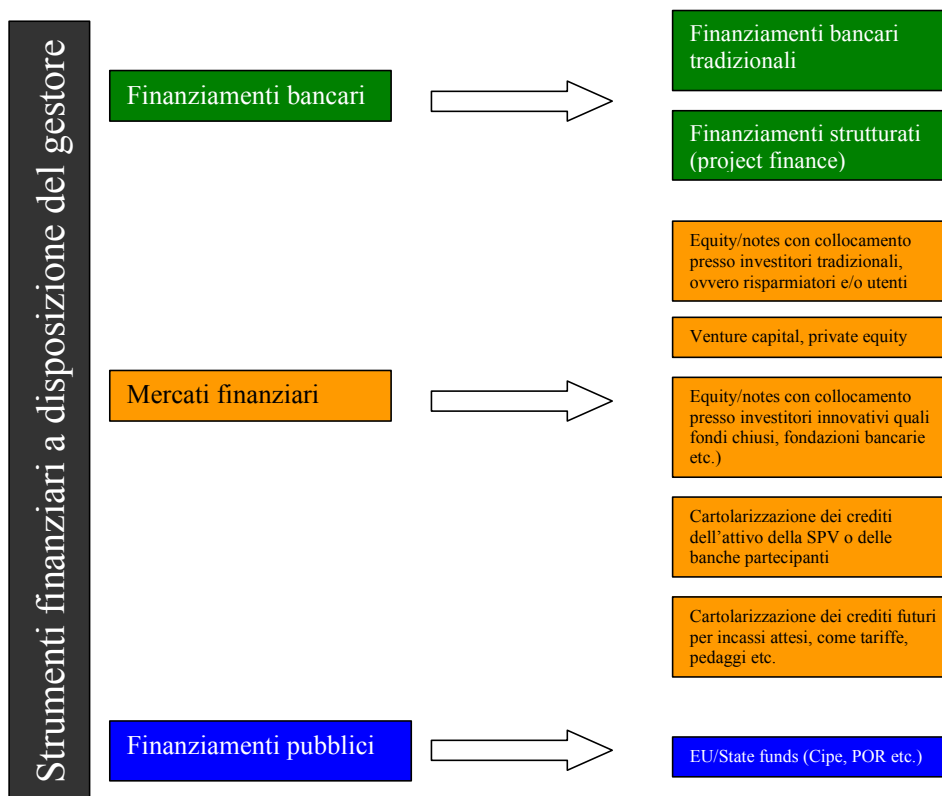
Il presente contributo non costituisce evidentemente una rassegna esaustiva delle diverse articolazioni e forme di accesso ai mercati finanziari disponibili, in via generale, per un gestore di Servizio Idrico Integrato, bensì dopo aver illustrato gli strumenti accessibili con un focus particolare sulle operazioni di project finance, vorrebbe tracciare degli spunti di uno scenario di ricorso al credito bancario nel quadro della recente, profonda, crisi finanziaria che i mercati stanno soffrendo da alcuni mesi.

Seppur l'autore è membro del team di Project Finance della BNL - BNP Paribas, le opinioni espresse sono personali e non devono in alcun modo essere ricondotte alla BNL - BNP Paribas.

2.1 Gli strumenti finanziari a disposizione del gestore

Schematizzando, i principali strumenti finanziari di terzi ipoteticamente disponibili per la copertura dei fabbisogni necessari a finanziare la realizzazione delle infrastrutture e la gestione del ciclo idrico possono essere riassunti in tre gruppi distinti:

riferimento'. La definizione dei costi riconosciuti in tariffa relativamente agli ammortamenti e alla remunerazione del capitale investito è legata all'eventuale ammontare del capitale investito iniziale e alla previsione annuale della spesa per investimenti. L'ammontare degli ammortamenti riconosciuti in tariffa è il risultato di una previsione che deve tenere di conto della spesa, dell'entrata in esercizio dell'opera a cui la spesa si riferisce e dell'aliquota di ammortamento dei vari cespiti che compongono l'investimento. La remunerazione del capitale investito si ottiene moltiplicando il valore della previsione di capitale investito medio per un tasso del 7% (al lordo delle imposte), che secondo l'attuale disposizioni del Metodo normalizzato, sono destinati a far fronte ai costi del capitale di terzi e del capitale di rischio. La remunerazione del 7% sul capitale investito non tiene conto dell'effetto fiscale, in quanto è un valore al lordo delle tasse; questo comporta un trattamento finale diverso fra le due forme di finanziamento: nel capitale preso a prestito, gli oneri finanziari possono essere portati in detrazione dei ricavi, mentre ciò non è possibile per i dividendi che sono la forma della remunerazione del capitale dei soci. Il Metodo riconosce dunque al gestore del servizio un ammontare di profitti intesi come una remunerazione sul capitale investito.



Finanziamenti bancari

Finanziamenti bancari tradizionali

Tra i finanziamenti bancari tradizionali si possono annoverare due tipologie talvolta utilizzate nel finanziamento dei servizi idrici integrati:

1. mutuo chirografario
2. finanziamento su base corporate

Entrambi i finanziamenti dovrebbero essere impiegati per coprire necessità di *breve periodo* e di *importi limitati* (es. fabbisogno finanziario di un determinato anno di gestione) in particolare durante la fase di start-up delle SPV (Special Purpose Vehicle) concessionarie del S.I.I., solitamente con fidejussione da parte degli Sponsor.

Tali modalità di finanziamento vengono infatti spesso utilizzate come *bridge finance* per coprire le esigenze finanziarie di breve termine del gestore durante la fase di advisory e due diligence che precede il project finance a seguito del quale saranno rifinanziate attraverso una delle linee di credito del finanziamento strutturato.

Mutuo chirografario

Il mutuo chirografario è la forma tradizionale con il quale vengono di frequente finanziate le società gestori di S.I.I. pubbliche o miste, nel loro rapporto iniziale con i mercati finanziari; sovente sono le banche locali o le filiali territoriali di istituti nazionali - che già intrattengono rapporti di conto corrente

ordinario relativo ad incassi e pagamenti - che si rendono disponibili per tale tipologia di affidamento.

E' un mutuo destinato a finanziare le immobilizzazioni per un periodo di tempo non coerente con l'ammortamento delle stesse, viene regolato da un contratto standard a tasso fisso o variabile, l'erogazione della somma mutuata avviene in una unica soluzione e prevede, dopo un preammortamento di circa due anni, un rimborso a rate costanti. Per poter accedere a questa forma di finanziamento non sono necessarie garanzie reali (è sufficiente l'impegno del debitore a non concedere gravami a terzi, e altre forme di protezione accessorie). I tassi praticati sono in generale superiori rispetto a un finanziamento corporate (dipendenti dal potere contrattuale delle parti) ma le spese di istruttoria sono più contenute, le procedure più snelle e non c'è alcuna iscrizione ipotecaria.

Finanziamento su base corporate

In questa tipologia (da contrapporsi ai finanziamenti su base project finance che vedremo in seguito) le banche mutuanti accordano finanziamenti alla società gestore del S.I.I., sulla base di una stima del merito creditizio del debitore. Tale valutazione è basata sulla ponderazione dei rischi, delle garanzie offerte, della robustezza patrimoniale, della capacità economica e reddituale della società nel tempo: in sintesi, si valuta la solidità finanziaria intrinseca del prestatore di fondi.

Ne deriva che la capacità di servizio del debito è disgiunta dalle mere performance del progetto finanziato. I finanziatori sono pertanto esposti pienamente al rischio di credito del gestore, e in particolare:

- la bancabilità del finanziamento dipende fundamentalmente dall'affidabilità creditizia del gestore/mutuatario;
- l'affidabilità creditizia è essenzialmente dettata dalla capacità nel tempo della società di ripagare il debito (rimborso del capitale e degli interessi), il che pone una notevole sensibilità sulle variabili che determinano il flusso di cassa netto disponibile (e.g.: costi maggiori del preventivato non recuperati tempestivamente; volumi fatturati inferiori alle stime; crediti insoluti)
- L'attenzione all'impiego dei fondi che il debitore utilizza è minima, ed il servizio del debito è disgiunto dal rischio legato allo specifico progetto;
- la valutazione della capacità di un'impresa di ripagare il debito si concentra essenzialmente sulla sua redditività, la solidità e consistenza dei suoi bilanci, e la capacità di generare cassa;
- nel settore idrico (che presenta caratteristiche di monopolio naturale) la qualità e la prevedibilità della regolazione è un elemento molto importante nella valutazione creditizia. In particolare, attenzione critica è posta – in tutte le modalità di finanziamento - su tutte le ipotesi di *termination* anticipata della Concessione.

Un aspetto rilevante dei finanziamenti su base corporate è l'entità degli spreads applicati che è una funzione crescente (i) del rischio percepito del gestore (relazionato al suo rating e/o ai ratios finanziari storici e prospettici), (ii) della durata del finanziamento, e (iii) del gap tra la domanda e l'offerta di simili finanziamenti nel mercato finanziario.

Finanziamenti strutturati (project finance)

Le tecniche del project financing appaiono particolarmente appropriate alle esigenze di sostegno dei progetti di realizzazione di infrastrutture per la gestione del ciclo idrico integrato. In questo caso, i finanziatori valutano la specifica capacità di rimborso del debito sulla base dei flussi di cassa attesi generati dall'investimento effettuato con i fondi prestatati: in tale quadro, il Piano di Ambito, gli aspetti regolamentari, il ruolo dell'Autorità, la ripartizione dei rischi in elementi allocabili a diversi soggetti depu-

tati ad assumerli, devono consentire la strutturazione di un finanziamento che minimizzi le incertezze legate ad un payback period degli investimenti particolarmente lungo e preveda mitiganti sufficienti per affrontare i potenziali episodi di discontinuità della concessione.

Le principali caratteristiche sono evidenziate nei successivi paragrafi più avanti nel testo.

Mercati Finanziari

Queste soluzioni di finanziamento sono fondate sul ricorso al mercato (equity/notes collocati presso investitori tradizionali, ovvero risparmiatori e/o utenti, o presso investitori innovativi quali fondi chiusi e fondazioni bancarie, cartolarizzazione dei crediti).

Il mercato dei capitali diviene un canale di finanziamento alternativo al sistema bancario tradizionale.

Vengono qui di seguito illustrati per completezza, ma questi strumenti finanziari sono scarsamente utilizzati nella pratica italiana del finanziamento a gestori di S.I.I.

Equity/notes con collocamento presso investitori tradizionali, ovvero risparmiatori e/o utenti

L'ipotesi in esame è quella che la Società affidataria del S.I.I, intenzionata alla realizzazione di un'opera infrastrutturale, copra il proprio fabbisogno finanziario ricorrendo direttamente ai mercati dei capitali, tramite soluzioni specifiche (aumenti di capitale sociale, emissione di obbligazioni o di altre tipologie di titoli di credito.).

Ciò potrebbe avvenire sia tramite forme di collocamento privato ristretto ad una particolare categoria di investitori, sia con emissioni pubbliche di strumenti finanziari (sia di capitale proprio che di natura obbligazionaria) rivolte ad un bacino più ampio di potenziali risparmiatori raggiunti sui mercati dei capitali. In quest'ultimo caso, il gestore dovrà ovviamente presentare determinate condizioni giuridiche, patrimoniali ed economiche (forma giuridica del tipo società per azioni, azioni da quotare in borsa, requisiti di capitalizzazione adeguati all'emissione di prestiti obbligazionari, requisiti di quotazione in borsa delle emissioni di obbligazioni, etc.). Appare superfluo ricordare che, in queste circostanze, gli strumenti finanziari collocati presso la generalità del pubblico dei risparmiatori dovranno presentare condizioni di redditività/rischio/scadenza tali da risultare competitivi e appetibili. Infine, da segnalare che per le emissioni obbligazionarie sarà indispensabile un complesso processo di assegnazione di un rating con costi e tempi particolarmente gravosi.

Equity/notes con collocamento presso investitori innovativi quali fondi chiusi, fondazioni bancarie etc.)

Queste soluzioni di finanziamento sono fondate sul ricorso al mercato (Equity/notes collocati presso investitori innovativi, quali fondi chiusi, fondazioni bancarie, etc.). La differenza con quanto riportato sopra è rappresentata dalla tipologia dei soggetti ipotizzati come investitori potenziali degli strumenti finanziari emessi dai gestori: trattasi infatti di investitori istituzionali per i quali vi sono opportunità inesplorate nel settore del finanziamento delle public utilities. Si fa riferimento ai fondi chiusi ed alle fondazioni bancarie. Senza entrare nel dettaglio della normativa che disciplina questi soggetti, va ricordata la presenza di almeno due fattori rilevanti che influiscono favorevolmente sull'opportunità di coinvolgere queste tipologie di investitori istituzionali:

- l'orizzonte temporale degli investimenti è di norma molto esteso. Ciò appare coerente con le e-

signe del finanziamento di interventi strutturali nei settori di pubblica utilità e nel settore idrico in particolare;

- con riferimento alle fondazioni bancarie, da tempo il Legislatore tenta di favorire il disinvestimento dei loro patrimoni ingenti dalle partecipazioni bancarie, a vantaggio di investimenti di pubblica utilità, in particolare a favore delle comunità locali.

Le soluzioni di finanziamento dai mercati indicate nei paragrafi precedenti possono eventualmente costituire una forma di completamento e di supporto al reperimento dei mezzi finanziari anche nelle operazioni di project financing, ovvero una fonte di rifinanziamento in uno stadio più maturo della Società gestore.

Cartolarizzazione dei crediti

Ulteriori livelli di innovazione finanziaria, fanno riferimento alle ipotesi di cartolarizzazione, ovvero di incorporazione in strumenti finanziari negoziabili di crediti, presenti o futuri.

Il primo caso, la cartolarizzazione dei crediti dell'attivo di bilancio, costituisce un esempio tipico di integrazione delle operazioni di project financing con strumenti del tipo market facilities. Si tratta di un processo grazie al quale un soggetto trasforma il credito a medio-lungo termine, relativo al finanziamento del PF, in valori mobiliari definiti, Asset Backed Securities (ABS). Questi strumenti finanziari (letteralmente, "garantiti da attività") vengono collocati in un mercato primario e possono, a loro volta, essere trasferiti mediante negoziazioni sul mercato secondario. Il processo di cartolarizzazione permette quindi ai finanziatori di grosse operazioni di PF di alleggerire il proprio portafoglio, specialmente in termini di liquidabilità degli investimenti. Ciò dovrebbe generare delle ricadute positive in termini di numero maggiore di intermediari disposti a partecipare attivamente, come finanziatori di secondo grado, alle stesse operazioni di PF tradizionali.

Il secondo caso di cartolarizzazione rappresenta l'ipotesi più innovativa in quanto ha ad oggetto i crediti futuri. In altri termini vengono cartolarizzate le aspettative del sorgere dei crediti (future receivables) a seguito della erogazione prevedibile di servizi a cui sono associate delle tariffe. La natura di questo tipo di cartolarizzazione rende però molto incerta la loro applicabilità.

Finanziamenti pubblici

I contributi pubblici statali ed europei (e.g. POR, PON o di emanazione CIPE ,) possono essere una fonte di finanziamento rilevante – spesso necessaria - per il gestore, soprattutto durante la fase di start up. Questi contributi, essendo legati a dei programmi di attuazione, presentano, secondo la loro natura, delle scadenze di utilizzo e dei criteri stringenti di rendicontazione. La loro erogazione è strettamente legata alla capacità della SPV (e quindi dell'Appaltatore cui sono affidati i lavori) di completare i relativi investimenti ("elegibili") entro la scadenza prefissata.

E' importante ricordare che, a fronte dell'erogazione dei contributi pubblici, possono essere previste all'interno del complesso delle linee di fido di un'operazione di Project Finance, delle facilitazioni creditizie che intervengono anticipando i contributi, alternativamente prima o dopo che gli stessi siano considerati certi ed esigibili. Di conseguenza, a seconda dei casi, tale linea sarà assistita da garanzie specifiche.

2.2 Il vantaggio del Project finance per la realizzazione degli interventi del Piano d'Ambito

Come noto, il gestore del Servizio Idrico Integrato, sulla base di un contratto di concessione stipulato con l'Autorità d'Ambito Territoriale, ha la titolarità della gestione del servizio per un periodo di concessione, solitamente di 20-30 anni, durante il quale è obbligato – inter alia - ad attuare il piano pluriennale degli interventi allegato alla convenzione.

Le caratteristiche principali nella gestione del S.I.I. che influenzano sensibilmente la strutturazione del finanziamento possono essere così riassunte:

- (i) un'elevata intensità di capitale dei progetti idrici con forti fabbisogni di investimenti concentrati nei periodi iniziali per la esigenza di riqualificare il servizio in tempi rapidi, ma che mantengono comunque una coda importante degli interventi lungo tutto l'arco della gestione per consentire la sostituzione e il mantenimento di impianti e reti in condizioni di efficienza. Su questo fronte, un aspetto confortante è la maturità della tecnologia legata alla prospettiva che i cambiamenti tecnologici accresceranno l'efficienza degli impianti.
- (ii) una domanda quantificabile con ragionevole attendibilità tenendo conto della stabilità della funzione di consumo della risorsa idrica;
- (iii) un sistema tariffario in teoria predeterminabile con sufficiente grado di verosimiglianza per orizzonti temporali molto lunghi: in questo ambito hanno particolare rilevanza la variabilità della tariffa in dipendenza della capacità del gestore di realizzare il programma di investimento previsto nel Piano, come pure l'incertezza del meccanismo che determina la remunerazione del gestore e la revisione triennale del piano d'ambito;
- (iv) il regime di monopolio naturale e di diritto in cui opera il gestore, la caratteristica del S.I.I. quale servizio pubblico essenziale e le conseguenze politiche e sociali, la dialettica di interessi degli attori pubblici e privati coinvolti.

Nell'approcciare i mercati finanziari, in condizioni normali di liquidità (purtroppo non disponibile nell'attuale congiuntura, come illustreremo in seguito), in via generale il gestore dovrebbe avere come priorità il perseguimento dei seguenti obiettivi:

- organizzare e reperire la provvista di tutte le risorse finanziarie necessarie a **coprire il fabbisogno di cassa per l'intero orizzonte temporale del piano di investimenti previsto nel Piano di Ambito**, (c.d. *fully funded business plan*), prevedendo quindi scadenze delle linee di credito coerenti. In seguito alla recente crisi finanziaria, tale finalità non appare al momento realizzabile in quanto non vi è liquidità disponibile per scadenze lunghe;
- assicurarsi, contestualmente, la **certezza dei costi di tale finanziamento per tutto l'orizzonte di piano** in modo da poter definire coerentemente la pianificazione economico-finanziaria per tutto l'arco della concessione, e quindi pianificare conseguentemente lo sviluppo tariffario del S.I.I. Anche tale scopo - solitamente raggiunto con delle operazioni di copertura dal rischio tasso di interesse, ma in diretta conseguenza di quello precedente – non è raggiungibile;
- **limitare il ricorso verso gli azionisti**, da raggiungersi anche attraverso soluzioni convenzionali da concordare con l'AATO;

- **utilizzo di un grado adeguato di leverage tra le fonti di capitale** (rapporto Debt / Equity, relativamente elevato) per consentire la copertura di ingenti fabbisogni;

Nelle condizioni normali dei mercati creditizi vigenti prima della crisi, tali obiettivi potevano essere conseguiti attraverso la strutturazione di un finanziamento *taylor made* in project financing in grado di garantire, sin dal primo anno di gestione, la certezza dei costi finanziari e la copertura del fabbisogno finanziario per tutta la durata della concessione.

L'utilizzo di altre forme di finanziamento alternative non garantisce il raggiungimento integrale di tutti gli obiettivi sopra indicati.

Di sovente si registra che il gestore per motivi diversi, non da ultimo la scarsa conoscenza del project financing, tende a valutare di volta in volta nell'arco della concessione, coperture dei fabbisogni di breve periodo attraverso finanziamenti chirografari o corporate. Come già evidenziato, queste tipologie di finanziamento non possono essere utilizzate per coprire i fabbisogni di cassa su un arco temporale di lungo periodo e possono implicare il ricorso agli azionisti, oltre a non garantire la certezza dei costi finanziari su tutto l'arco della concessione.

Viceversa, una volta avviata una procedura per la strutturazione di un Project Financing durante la fase di advisory (la cui durata è generalmente di circa 8-10 mesi), si può prevedere, se necessario, un finanziamento ponte (bridge financing) solitamente con garanzia corporate o chirografario (anche in dipendenza dell'importo e della durata) che verrà quindi rifinanziato attraverso la linea base nella successiva fase di erogazione del Project Financing.

Le principali caratteristiche di un Project Financing (PF)

La realizzazione un finanziamento strutturato in PF avviene per mezzo di una società di progetto o veicolo appositamente costituita ("*Special Purpose Vehicle, SPV*").

La valutazione della bancabilità si basa sull'analisi del progetto, senza (o con limitato) ricorso sugli azionisti, e dipende essenzialmente da alcuni fattori principali:

1. la capacità della SPV di generare flussi di cassa prevedibili e sufficientemente stabili per ripagare il debito;
2. la bancabilità della Concessione, con particolare riferimento alle clausole di rescissione / recesso / revoca, anticipata risoluzione, penali e indennità, meccanismi di revisione tariffaria, ipotesi di riequilibrio economico finanziario del Piano;
3. rischi legati al piano di investimenti previsto (costi overrun, ritardi nell'implementazione del Piano);
4. rischi di performance operativa;
5. la quota di capitale proprio della SPV; il valore stabile degli attivi del progetto e/o delle altre garanzie;
6. altri rischi/elementi strutturali dell'operazione finanziaria, come la durata, le clausole finanziarie, i rischi di regolazione/politici, i rischi legati alla tariffa/fatturazione;
7. da ultimo ricordiamo alcuni rischi particolarmente critici, da valutare approfonditamente, emersi di recente: e.g. decadenza di alcune concessioni al 31.12.2010; fatturazione del canone di depurazione in assenza dello specifico servizio; criticità del meccanismo tariffario in un contesto di potenziale notevole incremento del costo del debito

Il primo punto rappresenta la caratteristica principale di un project finance. Infatti, la capacità della SPV di generare flussi di cassa propri e sufficientemente stabili per ripagare il debito limita o annulla (limited recourse o no recourse) il ricorso agli azionisti. La valutazione della capacità di generare flussi di cassa unitamente ad un'approfondita analisi dei rischi vengono svolte durante la fase di advisory, attraverso un'opportuna fase investigativa di due diligence che coinvolge anche soggetti esterni (Consulenti Indipendenti, selezionati dalle banche, che, d'accordo con gli sponsor valutano il progetto per la propria area di competenza).

Le principali attività svolte dalle banche in un project financing

Le attività principali svolte dalle banche nella finalizzazione di un finanziamento strutturato in PF sono le seguenti:

Advisory

Durante l'attività di analisi del progetto da finanziare la banca svolge opportuni approfondimenti (due diligence tecnica, legale, fiscale, assicurativa), facendosi assistere, in accordo con la SPV, da consulenti specializzati ed indipendenti. Tale attività si sostanzia principalmente nella:

- Verifica della struttura giuridica e del quadro autorizzativo;
- Esame delle ipotesi tecnico-progettuali;
- Disamina dei profili di rischio assicurativo;
- Analisi della mappatura contrattuale di Progetto;
- Valutazione delle controparti commerciali;
- Valutazione dei rischi finanziari e del profilo fiscale;
- Modellazione economico - finanziaria di dettaglio;
- Predisposizione dei term sheet della documentazione finanziaria;
- Elaborazione della matrice dei rischi del progetto, provvedendo all'identificazione dei rischi rilevanti, all'individuazione di adeguati fattori di mitigazione, ed alla corretta allocazione dei rischi tra le parti.

Durante questa fase è fondamentale l'interazione tra le parti interessate. In particolare al fine di rendere il progetto bancabile, gli obiettivi principali dell'attività svolta dalla banca sono:

- assistenza nella revisione della Concessione secondo i prevalenti standard di bancabilità ed individuazione delle eventuali principali aree di criticità;
- assistenza nella predisposizione di un Piano Economico Finanziario ("PEF") per l'analisi della sostenibilità economico finanziaria dell'iniziativa su basi project financing.

Nella organizzazione del finanziamento la pietra angolare risulta l'individuazione della struttura finanziaria più adeguata, in dipendenza delle caratteristiche del progetto e delle condizioni correnti del mercato bancario: a tal proposito una combinazione rischio-rendimento del progetto congrua si deve congiungere con l'appetito degli apportatori di capitali, in particolare sincronizzando il servizio del debito con il lungo periodo di ritorni associato a questa tipologia di investimenti.

Durante la modellizzazione economico finanziaria del progetto ai fini della strutturazione delle linee di credito più opportune, un aspetto fondamentale è il dimensionamento del massimo **livello di indebitamento** sostenibile dai flussi di cassa gestionali tenendo conto di adeguati margini di sicurezza (rap-

porti di copertura del servizio del debito, Debt Service Cover Ratio, Loan Life Cover Ratio, coda rispetto alla scadenza della concessione).

Il costo del debito è funzione della corretta ripartizione dei rischi, e deve garantire de minimis un'adeguata remunerazione del "capitale assorbito" alle banche secondo le vigenti disposizioni regolamentari.

Il **Debito** viene remunerato dall'applicazione di uno *spread* sul parametro interbancario di riferimento (EURIBOR): tale margine di interesse dovrà riflettere e compensare i rischi assunti dalla banca nell'operazione e il costo di raccolta associato alla provvista di fondi.

I **Mezzi Propri** vengono remunerati con la distribuzione di dividendi durante la gestione e dall'applicazione di uno *spread* sull'eventuale prestito subordinato concesso dai Soci.

Con tali riferimenti, e considerati i parametri di bancabilità, viene individuata la leva finanziaria sostenibile, **Debt / Equity** ratio e dimensionato il finanziamento massimo del progetto.

- **Arrangement**

La banca e la SPV procedono al perfezionamento dell'operazione, ed in particolare vengono svolte le seguenti attività:

- definizione del Caso Base del PEF, in funzione delle ipotesi tecnico/economiche concordate, validate dai consulenti indipendenti, e conseguenti analisi di sensitività;
- finalizzazione della Revisione della Concessione, dei contratti commerciali, della documentazione finanziaria e di garanzia sulla base del term sheet concordato.

A seguito delle attività svolte nella fase di strutturazione del finanziamento, la banca avvierà le procedure interne per l'ottenimento, da parte del competente organo deliberante, di una delibera per la formalizzazione dell'impegno della banca a finanziare il Progetto secondo i termini concordati e subordinatamente alle condizioni convenute.

- **Underwriting**

Durante questa fase insieme alle eventuali altre banche partecipanti al finanziamento avviene la stipula dei contratti finanziari e di garanzia per la messa a disposizione del finanziamento, previa costituzione delle garanzie e soddisfacimento delle condizioni sospensive all'erogazione.

Le linee di credito

Le linee di finanziamento generalmente rese disponibili in progetti nel settore idrico possono essere ricondotte a quattro tipologie differenti:

- 1) **Linea Base:** finanziamento dei costi di investimento al netto dell'IVA, delle spese finanziarie, del Conto di Riserva di Servizio del Debito, e degli oneri diversi nonché refinancing dell'eventuale finanziamento bridge. La Linea Base e il suo profilo di rimborso vengono dimensionate al fine di assicurare un rapporto di copertura del servizio ("DSCR") minimo = [1.35 – 1.40];
- 2) **Linea Credito IVA:** finanziamento del pagamento dell'ammontare dell'IVA relativa ai costi del Progetto, al netto della compensazione. Il rimborso avviene con i pagamenti effettuati dall'Erario in relazione ai crediti IVA maturati;
- 3) **Linea Working Capital:** finanziamento su base rotativa a copertura dei fabbisogni di capitale

- circolante;
- 4) **Linea Grants:** finanziamento su base rotativa destinato ad anticipare i contributi pubblici da erogare in una o più soluzioni sulla base dei SAL (Stato Avanzamento Lavori) certificati;
 - 5) **Linea Hedging⁶:** considerata la durata della linea base è necessario prevedere anche una linea per operazioni di copertura dal rischio di volatilità dei tassi di interesse, da utilizzarsi esclusivamente per l'hedging della linea base per tutta la durata della linea stessa.

Bisogna evidenziare che anche nell'ipotesi di start up della gestione del servizio idrico integrato sono previsti dei ricavi (da bollettazione oltre ad eventuali extra ricavi) che utilizzati come fonti di finanziamento, permettono di ridurre il fabbisogno finanziario e quindi l'ammontare della linea base.

Ipotesi di finanziamento alla luce della recente crisi finanziaria

La attuale crisi finanziaria ha portato la comunità bancaria a valutare nuove ipotesi di finanziamento con caratteristiche tali da mitigare il problema dell'incremento dei costi di liquidità (crescenti in funzione del tempo, e conseguentemente degli spreads applicati ai finanziamenti ai gestori di S.I.I.).

In tale scenario, è preferibile per entrambe le parti strutturare dei finanziamenti con scadenze più contenute (e.g. 8 - 10 anni), ma in termini di rimborso calibrati comunque in dipendenza di un piano economico finanziario di lungo termine (e.g. scadenza concessione dedotti quattro anni di buffer). In quest'ipotesi, alla scadenza contrattuale, vi sarà un significativo ammontare di debito che deve essere ripagato (c.d. balloon) ovvero rifinanziato con una nuova operazione. Queste strutture prevedono, alcuni anni prima della scadenza, meccanismi che incentivano il gestore ad organizzare il rifinanziamento: si possono avere sia forme di cash sweep che destinano a rimborso obbligatorio tutto il free cash flow disponibile, e /o aumento progressivo degli spreads applicati all'avvicinarsi della scadenza.

In questo modo la società gestore può usufruire nell'immediato di un finanziamento a condizioni più vantaggiose (essendo minore la durata delle linee, gli spreads applicati sono relativamente più bassi) senza penalizzare la leva finanziaria, visto che il profilo di ammortamento del debito è calibrato come se fosse a lungo termine; e alla scadenza del finanziamento avere l'opportunità di rifinanziare il debito restante a condizioni di mercato che si presuppongono migliori rispetto alle attuali.

⁶ Il finanziamento PF avviene a tasso variabile (Euribor 3/6 mesi), tuttavia l'esposizione della SPV al rischio di variazione dei tassi necessita di una mitigazione attraverso il ricorso a strumenti derivati. I principali strumenti per fissare o limitare la variabilità del costo del finanziamento sono: IRS; Cap con eventuale aggiunta di un'opzione floor (collar); IRS step up. La copertura può riguardare il 100% del debito o percentuali minori, a volte la copertura non è estesa a tutta la durata del debito, ma esclude le ultime rate in cui il debito residuo è più basso ed il rischio è minore. La banca che fornisce lo strumento di copertura può essere la stessa banca finanziatrice o un'altra banca, conto tenendo la condivisione del quadro cauzionale.

Appendice: alcuni approfondimenti

Indicativamente una **convenzione bancabile** dovrà prevedere - inter alia - le seguenti clausole:

- Indennizzo in caso di estinzione anticipata della Convenzione: Nel caso in cui l'estinzione anticipata della Convenzione non sia attribuibile al Gestore, l'indennizzo includerà (i) le penali e gli altri costi sostenuti o da sostenere in conseguenza della risoluzione; (ii) un indennizzo a titolo di risarcimento del mancato guadagno, in conformità a quanto previsto alle lettere b) e c) dell'art. 158 (Risoluzione) primo comma del D. Lgs. 163/06. In tutti i casi di estinzione anticipata della Convenzione, l'Indennizzo sarà destinato prioritariamente al rimborso del finanziamento a favore delle Banche Finanziatrici ai sensi dall'articolo dell'art. 158 (Risoluzione) secondo comma del D. Lgs. 163/06.
- Pagamento dell'Indennizzo: il pagamento dell'Indennizzo da parte del Gestore Subentrante che avverrà al momento della restituzione dei beni, sarà condizione sospensiva all'efficacia dell'affidamento del servizio al Gestore Subentrante e sarà destinato prioritariamente al soddisfacimento dei crediti degli Banche Finanziatrici.
- Gestione Ordinaria: in pendenza dell'individuazione del Gestore Subentrante e del pagamento, ove previsto, dell'Indennizzo il Gestore sarà tenuto alla sola Gestione Ordinaria.
- Contenzioso/Clausola Compromissoria: in caso di controversie di valore complessivo superiore ad un determinato importo od aventi ad oggetto la risoluzione della o il recesso dalla Convenzione, il Gestore sarà tenuto al mero obbligo di prosecuzione della sola Gestione Ordinaria.

Importante presidio di controllo dei rischi di progetto è la Convenzione che deve sancire in maniera chiara e con procedure già definite il principio della **salvaguardia dell'equilibrio economico finanziario** per tutta la durata dell'affidamento .

A protezione del Gestore e dei Finanziatori, in Convenzione dovrà essere inserito un meccanismo definito per la verifica dell'esistenza o meno dell'equilibrio economico finanziario; in particolare, tale equilibrio si realizza se e solo se alcuni indicatori tipici di operazioni di project financing, quali il Valore Attuale Netto ("VAN"), il Tasso di Rendimento Interno ("TIR") del Progetto, l'Annual Debt Service Cover Ratio ("ADSCR") attuale e minimo prospettico, il Loan Life Cover Ratio ("LLCR") minimo prospettico, testati il 30 giugno e 31 dicembre di ogni anno, ricadono in intervalli indicati a seguito delle risultanze del Caso Base. L'alterazione anche di uno solo degli indici dà luogo al decadere delle condizioni di equilibrio economico-finanziario. In tal caso, il Gestore e l'AATO procederanno, secondo tempistiche ben definite e con il coinvolgimento delle Banche Finanziatrici, a concordare le "misure di compensazione", da attuare attraverso una variante al Piano d'Ambito, necessarie a riportare i suddetti indici entro i margini contrattuali. Tali misure consistono in (i) modifica della Tariffa Reale Media rispetto ai volumi erogati; (ii) modifica di una o più tariffe in relazione alle varie tipologie di uso e/o di fascia di consumo, a parità o meno di Tariffa Reale Media; (iii) modifica della struttura dell'articolazione tariffaria; (iv) modifica del Piano degli Interventi; (v) modifica del Costo Operativo massimo (definito in convenzione che fa riferimento al Metodo Normalizzato definito a sua volta nella Legge Galli), (vi) nonché l'adozione di ogni altra ulteriore ed eventuale misura di compensazione ritenuta opportuna dall'AATO e il Gestore per restaurare l'Equilibrio Economico Finanziario.

Qualsiasi revisione delle condizioni di affidamento, necessaria al ripristino dell'equilibrio economico finanziario dovrà assicurare in ogni caso che:

- (i) venga garantito al Gestore il raggiungimento e/o il mantenimento dell'equilibrio economico – finanziario dell'affidamento, e
- (ii) il Gestore possa puntualmente adempiere alle proprie obbligazioni nei confronti delle Banche Finanziatrici.

• Questi i temi trattati in sede di Advisory per poter valutare la bontà del Progetto:

Caratteristiche della domanda idrica e depurativa attuale e futura:

1. identificazione della domanda attuale e prospettica in funzione dell'evoluzione demografica attesa nell'A.T.O. e dello sviluppo urbanistico previsto nell'area, e sua congruità con i dati inseriti nel piano economico finanziario.
2. identificazione di possibili scenari relativi ai livelli attesi di fornitura idrica, e valutazione di potenziali rischi legati alla scarsità di risorse idriche.

(i) Caratteristiche degli investimenti:

1. esame della congruità dei lavori, per natura ed importo, in relazione agli obiettivi del Piano d'Ambito e del Piano degli Interventi.
2. esame della congruità dei costi previsti di realizzazione dei lavori e verifica della probabilità di scostamento tra previsioni ed andamento reale.
3. esame della congruità dei tempi previsti di realizzazione dei lavori.
4. identificazione degli investimenti ad impatto rilevante sulla tariffa e sul livello del servizio.

• Caratteristiche dei ricavi e dei costi di esercizio:

1. analisi e verifica dell'adeguatezza della tariffa e dei relativi incrementi;
 2. analisi degli eventuali ricavi da extra tariffa, verifica della loro realizzabilità e dell'influenza sull'equilibrio economico finanziario del Progetto;
 3. analisi di congruità dei costi di esercizio e dei costi di manutenzione;
- Assistenza nell'identificazione delle controparti contrattuali e valutazione della affidabilità.
 - Analisi dello stato di permessi ed autorizzazioni in essere, e degli obblighi ad essi associati.

- (ii) Coordinamento del lavoro del CI e revisione del relativo rapporto di due diligence, con particolare riferimento a:
- Revisione e commento dei documenti di PROGETTO, quali inter alia la Convenzione di Gestione, il Disciplinare Tecnico ed il Piano d'Ambito; identificazione delle eventuali modifiche/integrazioni da proporre per assicurare la finanziabilità del PROGETTO;
 - Revisione ed analisi delle ipotesi fornite ai fini del modello finanziario;
 - Definizione di appropriate analisi di sensitività in merito ai principali rischi cui il PROGETTO risulta esposto;
 - Analisi e verifica dell'adeguatezza della tariffa e dei relativi incrementi (adottati nel Caso Base) al Metodo Normalizzato (i.e. integrale copertura dei costi operativi, ammortamenti, il raggiungimento di adeguati livelli di efficienza);
 - Analisi e verifica delle previsioni relative ai contributi pubblici sugli investimenti e del loro trattamento nell'ambito del piano economico-finanziario;
 - Analisi e verifica dell'impatto delle nuove gestioni acquisite sul fatturato totale;
 - Analisi dei costi, con particolare riferimento a:
 1. analisi dell'impatto sull'equilibrio economico-finanziario dell'incremento dei costi di investimento all'interno del meccanismo di adeguamento ordinario (triennale) della tariffa;
 2. individuazione, mediante il supporto del CT, degli investimenti ad impatto marginale sul fatturato/livelli del servizio che, in caso di incremento dei costi di investimento, possono essere posticipati (modifiche alla priorità di realizzazione);
 3. analisi dei costi operativi;
 4. analisi di congruità dei costi di esercizio e del recupero di efficienza previsti nel Caso Base;
 5. analisi e valutazione in merito all'esposizione del CLIENTE al rischio di ritardi nell'adeguamento della tariffa in caso di costi aggiuntivi che diano il diritto al ristabilimento dell'equilibrio economico-finanziario della gestione;
 6. analisi e valutazione in merito all'esposizione del CLIENTE al rischio di incrementi nei costi di gestione che non diano la possibilità di rivedere la tariffa e la probabilità che il soggetto si trovi esposto a costi addizionali a causa di tale mancata correlazione;
 7. analisi di congruità in merito all'ammontare degli eventuali accantonamenti a riserva che mitigano il rischio che il PROGETTO sia esposto a spese straordinarie non previste;
 8. identificazione degli effetti sull'equilibrio economico finanziario derivanti da eventuali scostamenti nelle macrovoci di costo che presentano una elevata incidenza nella struttura dei costi (es energia elettrica)
- (iii) Analisi dei ricavi e dei volumi di acqua, con particolare riferimento a:
1. Identificazione degli effetti sui ricavi/costi di una diminuzione dei volumi di acqua per fatti di varia natura ed in particolare per quelli non imputabili al CLIENTE
 - Analisi con focus sugli aspetti economici finanziari, degli effetti sul PROGETTO dell'abrogazione della legge Galli e di altre norme attuative della stessa e dell'entrata in vigore del Decreto Legislativo n. 152/2006
 - Analisi dell'esperienza e delle capacità tecniche e manageriali del CLIENTE di realizzazione del programma degli investimenti e di gestione del PROGETTO;
 - Analisi delle strategie di gara per la eventuale assegnazione delle commesse/selezione dei contractor a cui assegnare la realizzazione del piano degli investimenti, con specifica indicazione dei requisiti richiesti (esperienza in progetti analoghi, performance, capacità di gestione/coordinamento lavori, ecc); analisi, di concerto con i consulenti legale, tecnico ed assicurativo degli eventuali contratti di costruzione (già negoziati);
 - Analisi e verifica della probabilità di scostamento tra le previsioni di costi e ricavi contenute nel Caso Base e l'andamento reale della gestione.
- (iv) Coordinamento del lavoro del CL e revisione del relativo rapporto di due diligence, con particolare riferimento a:
- Corrispondenza della struttura giuridica e contrattuale del Progetto alla normativa vigente.
 - Identificazione di eventuali contenziosi esistenti e valutazione degli eventuali rischi ad essi connessi.
 - Analisi dettagliata del profilo fiscale complessivo del progetto, e conferma all'adesione alla normativa vigente.
 - Analisi dei contratti commerciali e dei contratti d'appalto eventualmente già esistenti, e definizione di contratti tipo in base agli investimenti previsti nel Piano d'Ambito ed ai loro importi.
 - Analisi con focus sugli aspetti legali, degli effetti sul PROGETTO dell'abrogazione della legge Galli e di altre norme attuative della stessa e dell'entrata in vigore del Decreto Legislativo n. 152/2006
- (v) Analisi e validazione, con il supporto dei Consulenti Indipendenti, in base a requisiti di bancabilità, del PEF predisposto ed allegato al Piano d'Ambito (e successive varianti) e di ulteriori variazioni che A.A.T.O Polesine intenda apportare; presentazione di eventuali proposte di modifica, in base a requisiti di bancabilità.
- (vi) Individuazione della struttura finanziaria più adeguata, in relazione alle caratteristiche del progetto ed alle condizioni correnti del mercato dei finanziamenti bancari, in termini di:
- indici di sostenibilità economico finanziaria; rapporti di copertura; rapporto Debito/Mezzi Propri; struttura e caratteristiche delle garanzie; Strategie di copertura dei rischi di tasso d'interesse (hedging); adempimenti e tempistiche da rispettare per l'utilizzo dei contributi pubblici,
- (vii) Implementazione nel PEF della struttura finanziaria ottimale identificata, tramite la sviluppo del Caso Base, che include inter alia schemi prospettici di: stato patrimoniale; conto economico; endiconto finanziario ,indici di liquidità, redditività e copertura.
- La struttura finanziaria del PROGETTO, in aderenza ai termini e alle condizioni pattuite tra la BANCA ed il CLIENTE, sarà implementata nel Caso Base direttamente dalla BANCA.

- (viii) Definizione e validazione delle ipotesi del Caso Base: macroeconomiche; gestionali; finanziarie; fiscali; patrimoniali.; tecniche,.
- (ix) Simulazioni di scenari di stress del modello economico finanziario con verifica della robustezza della struttura finanziaria (sensitivities).
- (x) Identificazione del consulente assicurativo, definizione del relativo scope of work, elaborazione della richiesta di quotazione ed assistenza nella fase di selezione.

3. I soggetti coinvolti nelle operazioni di finanza strutturata e le procedure per la loro individuazione

di Enrico Maria Peruzzi

3.1 Le figure tipiche e le funzioni svolte

Nell'ambito di un finanziamento strutturato vi sono due grandi categorie di servizi offerti: i servizi di consulenza e i servizi di finanziamento.

I servizi di consulenza sono i cosiddetti *soft services*, orientati alla definizione del profilo di rischio dell'operazione, dei tempi di attuazione, della dimensione del finanziamento. Il fine di tali servizi è di rendere l'operazione "bancabile", cioè adatta ad essere proposta alla comunità dei finanziatori. Trattandosi di servizi che non richiedono la disponibilità di ingenti mezzi finanziari, essi possono essere svolti anche da soggetti non bancari: società di revisione, costruttori di grandi dimensioni, società di ingegneria e professionisti indipendenti. A volte sono gli stessi sponsor a svolgere in autonomia buona parte di tali operazioni, proponendo alla banca *arranger* la sola richiesta di organizzare i termini del finanziamento. Invero, molti finanziatori preferiscono essere coinvolti nella fase di definizione del progetto, nella valutazione dei pre-requisiti di fattibilità, nell'analisi economico-finanziaria e contrattuale.

La seconda macrocategoria di servizi è quella di *lending* propriamente detta, che consiste nella messa a disposizione del finanziamento. In questi servizi, basati sulla messa a disposizione di capitali, è evidente che gli intermediari finanziari giocano un ruolo prevalente.

Le due principali figure che partecipano all'allestimento di un finanziamento strutturato sono quindi:

- *Advisor*: nella fase iniziale è indispensabile la presenza di consulenti che formulino un'ipotesi finanziaria accettabile dal mercato ed impostino una vera e propria gara tra istituti finanziari. L'*advisor* produce tre documenti principali: lo studio di fattibilità, l'*information memorandum* e il *term sheet*⁷, e il piano con i flussi di cassa del progetto. Si occupa, quindi, di costruire anche un'analisi preliminare di *cash flow*.
- *Arranger*: si tratta dell'istituto o degli istituti che organizzano il prestito. Da un lato, stabiliscono con i promotori e con l'*advisor* l'importo e le condizioni del finanziamento; dall'altro lato, si occupano di organizzare il finanziamento sul mercato creando un pool di finanziatori.

⁷ L'esame della fattibilità avviene attraverso i cosiddetti test di viabilità. L'*Information memorandum* è il documento di base che contiene tutti i principali elementi di un'operazione, aspetti economici, giuridici e finanziari ed ha l'obiettivo di promuovere il finanziamento del progetto. Il *Term sheet* è il documento sintetico che riassume termini e condizioni del finanziamento; è costantemente aggiornato durante la fase di implementazione del progetto. Nel *term sheet* è contenuto: debitore, soci del debitore, fonti di finanziamento (importo e scomposizione nelle categorie di equità, *mezzanine* e debito) termini di utilizzo e rimborso dei prestiti, tasso di interesse applicato, commissioni per le banche, banche finanziatrici e ruolo ricoperto, pacchetto delle garanzie, *covenants*. I *covenants* costituiscono delle limitazioni che i finanziatori richiedono al prestatore e che questi deve rispettare per poter utilizzare i fondi messi a disposizione. I *covenants* si classificano in due categorie: i positive *covenants*; i negative *covenants* (Gatti, 2006).

Nell'ambito di un'operazione di project financing, la struttura delle remunerazioni richieste dalle varie figure coinvolte nella fornitura dei prodotti e servizi dipende dalla fase del progetto.

Le commissioni possono essere riepilogate come segue:

All'*Advisor* vengono riconosciute:

- Una *Retainer fee*, destinata alla copertura del costo da questi sostenuto durante la fase di studio ed elaborazione della proposta.
- Una *success fee*, pagata solo in caso di successo dell'operazione, generalmente la parte più consistente del compenso. La *success fee* è sempre strutturata su base percentuale rispetto al valore del debito, in modo da incentivare l'*advisor* a strutturare l'operazione alle condizioni più convenienti per gli sponsor, ossia con gradi di *leverage* più elevati (lo standard di mercato è tra lo 0,5 e l'1% del valore del debito).
- Una *termination fee*, nel caso in cui il gestore abbandoni il progetto per motivi che non siano direttamente imputabili alla banca, è dovuta a titolo di ristoro una commissione compensativa sino a quel momento maturata.

All'*Arranger* spettano invece le seguenti commissioni:

- *Arranging fee*: riconosciuta una sola volta a titolo di remunerazione per la strutturazione del finanziamento. E' sempre pari a una percentuale del valore del debito. La dimensione dell'*arranging fee* varia tra lo 0,7% e l'1% del valore del debito. Può riguardare un compenso per il puro *arranging* o un compenso per l'attività di *arranging* e quella di *underwriting* (si tratta del caso in cui l'*arranger* stesso si impegna a finanziare lui stesso l'operazione nel caso in cui non si trovino altri finanziatori).
- *Up-front fee*: compenso che spetta alle banche partecipanti, variabile tra i 20 e i 40 bps sull'importo del finanziamento. L'*up front fee* fa parte dell'*arranging fee*, viene cioè pagata a valere sull'*arranging fee*, e viene distribuita a tutte le banche partecipanti.
- *Agency fee*: la banca agente viene ricompensata per il pagamento di un importo fisso annuo variabile tra i 40.000 e i 100.000 euro.

3.2 Le modalità per l'individuazione dell'*advisor* e la gara per il finanziamento

La normativa applicabile agli appalti dei servizi in esame è quella contenuta nella parte III del D.Lgs 163/06 in quanto il servizio idrico integrato rientra nella fattispecie dei settori speciali. L'affidamento dei servizi in esame si presenta come del tutto particolare e suscettibile di applicazioni differenti della normativa richiamata.

Occorre innanzitutto distinguere i servizi di consulenza (*soft services*) dai servizi di finanziamento.

La soglia prevista dall'art. 215 per i servizi è pari a 422.000€ che, visti gli importi presumibili delle operazioni di finanza strutturata, è suscettibile di superamento sicuramente nel caso dei servizi di finanziamento relativamente alle varie *fees* (*Up-front fee*, *retainer fee*, *success fee*) solitamente applicate.

Da un primo esame della normativa i servizi di finanziamento paiono potersi ricondurre alla previsione dell'art 19 "Contratti di servizi esclusi" che, al comma 1 lettera d), prevede la non applicazione della

normativa di riferimento per i contratti pubblici *“concernenti servizi finanziari relativi all’emissione, all’acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o altri strumenti finanziari, in particolare **le operazioni di approvvigionamento in denaro** o capitale delle stazioni appaltanti, nonché i servizi forniti dalla Banca d’Italia”*. In tal caso resterebbe comunque ferma l’applicazione di quanto previsto dal successivo articolo 27 *“Principi relativi ai contratti esclusi”* in base al quale è necessario osservare da parte della stazione appaltante il rispetto dei principi di economicità, efficacia, imparzialità, parità di trattamento, trasparenza e proporzionalità; se compatibile con l’oggetto del contratto, tali principi si intendono assolti mediante l’invito di almeno cinque concorrenti e l’individuazione dei criteri di valutazione delle offerte.

Nel caso in questione, data la fattispecie dell’operazione di finanza strutturata, la metodologia che meglio si adatterebbe alla selezione del “fornitore”, è quella prevista dall’art 58 comma 2 che istituisce il cosiddetto *“dialogo competitivo”* per quei casi in cui non si *“è oggettivamente in grado di specificare l’impostazione giuridica o finanziaria di un progetto”*. In tale ambito, tuttavia, trattandosi di articolo non applicabile ai settori speciali, le stazioni appaltanti dovrebbero scegliere tale modalità in sede di autoregolamentazione.

In sintesi si può affermare che, relativamente ai servizi di finanziamento, occorra sostanzialmente procedere seguendo le richiamate norme di cui all’art 27 D.Lgs.163/06 verificando le condizioni economicamente più vantaggiose.

La procedura operativa dovrebbe prevedere la redazione di una lettera di invito, in osservanza all’art. 226 del D. Lgs. 163/06, da inoltrare agli operatori del settore fra gli Istituti bancari e finanziari autorizzati dalla Banca d’Italia tenendo conto dello *standing* dell’operazione ovvero selezionando preventivamente tali operatori sulla base di classifiche di *“merito”* definite attraverso parametri quali, ad esempio, l’ammontare degli impieghi per analoghe operazioni. Più semplicemente tale lettera di invito può essere inviata ai principali Istituti di credito reperibili negli appositi elenchi messi a disposizione dalla stessa Banca d’Italia.

La lettera di invito, oltre a definire le modalità di inoltro delle offerte, dovrà contenere gli elementi individuati per la valutazione delle offerte. In tale contesto sono fondamentalmente due le strade da percorrere:

- a) la prima prevede la classica suddivisione dei punti disponibili per la valutazione all’offerta economicamente più vantaggiosa fra parametri qualitativi e quantitativi in proporzioni variabili tra il 40% ed il 60% .
- b) la seconda, detta del *“costo virtuale”*, tende a evitare che una buona parte del peso attribuito al prezzo comprima la valutazione dei parametri qualitativi mantenendo *“intatta”* la percentuale dei punti attribuiti ai parametri di qualità (tempi dell’operazione, strumenti finanziari adottati, garanzie offerte, completezza e chiarezza della proposta etc.), ovvero i 100 punti disponibili e rapportando, al termine della valutazione, il prezzo offerto alla percentuale di punti raggiunti da ogni singola offerta.

L’ente appaltante potrà decidere se procedere o meno, dopo la valutazione delle offerte *“tecniche”*, in seduta pubblica per l’apertura delle offerte economiche definendo la graduatoria finale; occorre sottolineare che è sempre preferibile, per il rispetto del principio di trasparenza, procedere in seduta pubblica per tale fase.

Discorso più semplice, almeno in teoria, si può fare in merito ai servizi di consulenza. La natura delle attività svolte dall'*advisor* in termini di studio di fattibilità volto a definire i profili di rischio, i tempi di attuazione, la dimensione e la bancabilità dell'operazione, si possono ricondurre ai servizi di consulenza e affini di cui all'allegato IIA cat 11 (CPC 865 e 866) nonché, almeno in parte, ai servizi legali di cui all'allegato IIB cat 21 (CPC 861). In tali casi, previa verifica del superamento o meno della soglia comunitaria prevista per i servizi, occorre procedere senza dubbio alcuno all'esperimento di una gara ad evidenza secondo quanto previsto dagli artt. 220 e ss. Del D.Lgs.163/06.

In proposito però, è opportuno ricordare che il caso di specie potrebbe prevedere opportunamente l'istituzione di un sistema di qualificazione dei prestatori del servizio (società di revisione, società di ingegneria o professionisti), così come indicato dagli artt. 228, 230 e 232 del D. Lgs.163/06. In tal caso, sulla base di precisi requisiti di partecipazione stabiliti dal sistema (referenze, precedenti esperienze, curricula dei preposti all'attività di consulenza etc.), verrebbero individuati i soggetti idonei da invitare successivamente ad una procedura negoziata senza preventiva pubblicazione di un bando di gara.

In tale caso l'ente appaltante procederà alla pubblicazione di un bando di qualificazione seguendo le disposizioni contenute nell'allegato XIV al D. Lgs. 163/06 definendo, sulla base dei parametri sinteticamente indicati in precedenza, all'inserimento nell'albo dei soggetti risultati idonei.

4. La redazione del Piano Economico Finanziario

di Enrico Passerini

Già con la Legge n. 36/1994, il legislatore nazionale avvertiva la necessità di predisporre il programma degli interventi, funzionale al conseguimento degli obiettivi, corredato di un piano finanziario con indicazione delle *"risorse disponibili, quelle da reperire nonché i proventi da tariffa, come definiti all'articolo 13, per il periodo considerato"*. Fin dall'avvio della riforma c'era quindi la consapevolezza di dover conciliare l'ingente fabbisogno di capitale necessario alla realizzazione degli interventi con piani di ammortamento di lunga durata in virtù della loro vita utile da cui discende quindi un rimborso del capitale fortemente graduato nel tempo. Successivamente, quattro anni dopo la legge e solo due anni dopo il suo Decreto attuativo⁸ inerente i criteri di determinazione della tariffa, il Comitato per la Vigilanza sull'uso delle risorse idriche, con l'intento di fornire istruzioni pratiche per la redazione dei Piani di Ambito e uniformarne il più possibile i criteri, emanava la Circolare n. 929 del 21/12/1998. Tale atto aveva la funzione di integrare il contenuto della legge attraverso la definizione di un percorso metodologico atto a indicare le modalità di predisposizione del piano finanziario, focalizzando l'attenzione sulla necessità di valutare nel modello l'impatto dei costi di gestione e di capitale ad integrale copertura attraverso i proventi da tariffa. Sottolineava infine l'importanza di mettere in correlazione, nella disposizione temporale su tutto il periodo di concessione, il cronogramma degli interventi con lo sviluppo tariffario nel rispetto dei vincoli imposti dal Metodo Normalizzato.

Con l'approvazione del D.Lgs. 152/2006, il Governo, all'art. 149 punto 4, ha confermato l'importanza del Piano finanziario (ora Piano Economico Finanziario - P.E.F.) come atto necessario del Piano di Ambito, ritenendo il P.E.F. lo strumento essenziale per la verifica della sostenibilità del programma degli interventi (ora piano degli interventi) e definendo con chiarezza gli obiettivi da perseguire, i documenti che lo costituiscono e le modalità di predisposizione.

Per quanto riguarda gli obiettivi, attraverso il P.E.F., l'Autorità deve verificare singolarmente su ciascun anno e su tutto il periodo di affidamento, la sostenibilità del livello degli investimenti in relazione ai proventi da tariffa così da garantire il raggiungimento dell'equilibrio economico finanziario e il rispetto dei principi di efficacia, efficienza ed economicità. In concreto deve accertare *ex-ante* in sede di programmazione che:

- attraverso la determinazione dei proventi annuali da tariffa in relazione ai costi di gestione e al livello annuale degli investimenti, il Gestore del servizio sia messo nella condizione di operare senza incorrere in perdite nel breve, medio e lungo periodo (equilibrio economico);
- gli incassi legati alla fatturazione sui servizi regolati generino flussi di cassa adeguati per far fronte in ogni istante alle uscite monetarie e quindi sia preventivamente verificato un sufficiente livello di Flussi di Cassa Disponibili per l'azionista (FCF) una volta ripagati con le fonti tutti gli impieghi delle risorse (equilibrio finanziario).

⁸ D.M.LL.PP. 01-08-1996 Metodo normalizzato per la definizione delle componenti di costo e la determinazione della tariffa di riferimento del servizio idrico integrato.

Il duplice obiettivo di equilibrio economico e finanziario da accertare in sede di programmazione deve essere perseguito non perdendo comunque di vista i tre principi cardine su cui deve incentrarsi la gestione del servizio e che riguardano l'efficienza, l'efficacia e l'economicità originariamente previsti dalla Legge n. 36/1994 e poi ribaditi nel D.Lgs. 152/2006.

Tuttavia, al fine di rendere sostenibili gli ambiziosi programmi di intervento di portata ultra ventennale, in molti casi diventa necessario dover attrarre finanziamenti altrettanto ambiziosi mediante il ricorso a prestiti strutturati anche di tipo *project*. Occorre allora ricalibrare la definizione che abbiamo dato di equilibrio economico finanziario, sempre valida nella sua accezione generale, in un'altra più specifica, orientata ai requisiti richiesti dagli istituti di credito. Si può pertanto interpretare l'equilibrio economico finanziario sopra descritto come la capacità del Gestore di ripagare annualmente il debito concesso (capacità di onorare il servizio del debito da parte del Gestore su tutto il periodo di affidamento) secondo un piano di restituzione concordato tra le parti. Per tale ragione il P.E.F. rappresenta davvero lo strumento strategico in cui si verifica tale capacità e si quantifica e garantisce concretamente l'equilibrio economico finanziario.

4.1 Il passaggio dallo sviluppo tariffario ai prospetti pluriennali di conto economico, stato patrimoniale e rendiconto finanziario

I prospetti di cui si compone il P.E.F., come indicato dal Decreto Legislativo, sono il conto economico, lo stato patrimoniale e il rendiconto finanziario e devono essere redatti previsionalmente su tutto il periodo di concessione. Il passaggio dallo sviluppo tariffario ai prospetti avviene con il recepimento nel Conto Economico dello sviluppo dei ricavi da attività regolate e dei costi operativi e di capitale determinati in applicazione dei criteri contenuti nel Metodo Normalizzato. Quindi i prospetti previsionali del P.E.F. al pari dello sviluppo tariffario, sono redatti con cadenza annuale e su tutto il periodo di concessione.

Il conto economico e lo stato patrimoniale, assieme alla nota integrativa, rappresentano i documenti classici del bilancio di esercizio, mentre discorso a parte deve essere fatto per il rendiconto finanziario. Per i principi contabili internazionali si configura come prospetto obbligatorio che si unisce agli altri documenti di bilancio, altrimenti rimane solo un prospetto utile ma non necessario per la dottrina contabile nazionale.

Il Conto economico

Il conto economico espone costi e ricavi di competenza dell'esercizio e il conseguente risultato economico di periodo che, per effetto della gestione, influenza il capitale netto aziendale. Ai fini della predisposizione del P.E.F. è opportuno rielaborare l'impostazione civilistica del conto economico evidenziando i risultati intermedi dei flussi della gestione secondo la riclassificazione delle voci con il criterio del valore aggiunto. In questo modo siamo in grado di evidenziare, sottraendo singolarmente ogni voce di costo della gestione caratteristica, finanziaria, straordinaria e fiscale, la capacità, da parte del valore della produzione, di generare utili di esercizio. Lo schema di seguito riportato evidenzia i margini intermedi a partire dal valore della produzione e la ricchezza finale generata dall'utile di esercizio e rappresenta per macrovoci la struttura del prospetto di conto economico da utilizzare ai fini della predisposizione del P.E.F.

DESCRIZIONE	ANNO 1	ANNO 2	ANNO ...	ANNO N-1	ANNO N
VALORE DELLA PRODUZIONE (RICAVI DA PDA)					
- B6 MATERIE PRIME (PDA)	-	-	-	-	-
- B7 SERVIZI (PDA)					
- B8 GODIMENTO BENI DI TERZI (PDA)					
VALORE AGGIUNTO					
- B9 COSTO DEL PERSONALE (DA PDA)	-	-	-	-	-
MARGINE OPERATIVO LORDO					
- AMMORTAMENTI (DA PDA)	-	-	-	-	-
REDDITO OPERATIVO					
- ONERI FINANZIARI E ACCESSORI (ESSENZIALMENTE GLI INTERESSI SUL DEBITO)	-	-	-	-	-
REDDITO ANTE IMPOSTE					
- IMPOSTE	-	-	-	-	-
REDDITO NETTO					

Lo stato patrimoniale

Lo stato patrimoniale descrive la situazione in un dato momento, solitamente la data di chiusura dell'esercizio, di crediti e debiti della società legati a ricavi e costi dell'esercizio o di esercizi passati. Ai fini della redazione del PEF, lo Stato Patrimoniale viene di norma predisposto distinguendo le voci in base al criterio di liquidità ed esigibilità tra breve e medio-lungo termine con una soglia convenzionalmente fissata in 12 mesi. Come avviene per il Conto Economico la struttura dello Stato Patrimoniale non segue quindi la classificazione civilistica dato che questa non è in grado di fornire informazioni sull'entità della natura dei crediti a trasformarsi in liquidità e dei debiti a diventare esigibili (breve e medio lungo termine). Tale informazione diventa fondamentale quando si devono compiere analisi sulla struttura del patrimonio e sull'equilibrio tra crediti e debiti di breve termine e crediti e debiti di medio-lungo termine, per verificare l'esistenza dell'equilibrio finanziario di tipo strutturale, conseguibile solo attraverso valori positivi di Capitale Circolante Netto. Di seguito si rappresenta lo schema dello Stato Patrimoniale riclassificato da utilizzare ai fini della predisposizione del PEF.

DESCRIZIONE	ANNO 1	ANNO 2	ANNO ...	ANNO N-1	ANNO N
CASSA E CONTI CORRENTI					
CREDITI VERSO CLIENTI					
ATTIVO CORRENTE					
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI E MATERIALI NETTE (PIANO DEGLI INTERVENTI CONTENUTO NEL PDA)					
ATTIVO IMMOBILIZZATO					
TOTALE ATTIVO					
DEBITI BANCARI DI BREVE PERIODO					
DEBITI VERSO FORNITORI					
DEBITI VERSO ISTITUTI PREVIDENZIALI					
DEBITI PER IMPOSTE CORRENTI					
PASSIVO CORRENTE					
DEBITI MEDIO LUNGO TERMINE (MUTUI CHIROGRAFARI, FINANZA STRUTTURATA, FINANZIAMENTI DI TIPO PROJECT)					
FONDO TFR (SOLO PER AZIENDE CON MENO DI 50 DIPENDENTI)					
ALTRI DEBITI					
PASSIVO A MEDIO LUNGO-TERMINE					
PATRIMONIO NETTO					
TOTALE PASSIVO					

Il rendiconto finanziario

Il rendiconto finanziario costituisce il prospetto di correlazione tra costi e ricavi del Conto economico e crediti e debiti dello stato patrimoniale al fine di evidenziare le fonti e gli impieghi di risorse generate e assorbite in ciascun esercizio. Attraverso tale documento anche un analista esterno è in grado di capire ad esempio se un determinato costo del conto economico abbia effettivamente generato un'uscita monetaria nel corso della gestione (impiego) o figure ancora a fine esercizio come debito dello stato patrimoniale (fonte) e viceversa se un determinato ricavo del conto economico sia stato effettivamente incassato (fonte) o figure ancora come credito dello stato patrimoniale (impiego). In generale riassume tutti i flussi di cassa in termini di entrate e uscite che sono avvenuti in un determinato periodo, raggruppati in sottoaree così suddivise:

- Flussi di cassa dell'attività operativa di esercizio distinti tra gestione corrente e capitale circolante;
- Flussi di cassa disponibili a seguito dell'attività di investimento;
- Flussi di cassa disponibili per l'azionista a seguito dell'attività di finanziamento;

Il rendiconto finanziario è strutturato in modo da calcolare per ogni esercizio la liquidità (oppure l'indebitamento) iniziale, le fonti e gli impieghi il cui saldo complessivo determina l'avanzo (oppure il fabbisogno) di cassa totale e la liquidità (oppure l'indebitamento) finale, come somma algebrica tra il valore di inizio esercizio e il saldo di cassa totale generato nell'esercizio medesimo. Lo schema seguente rappresenta i vari momenti dei flussi monetari distinti per area di attività.

DESCRIZIONE	ANNO 1	ANNO 2	ANNO ...	ANNO N-1	ANNO N
LIQUIDITÀ (INDEBITAMENTO) INIZIO ESERCIZIO (01-01)					
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL/EBITDA)					
ACCANTONAMENTI PER TFR					
IMPOSTE DI ESERCIZIO					
FLUSSI DI CASSA DELLA GESTIONE CORRENTE					
VARIAZIONE CREDITI VERSO CLIENTI					
VARIAZIONE DEBITI FORNITORI					
VARIAZIONE DEBITI TRIBUTARI					
VARIAZIONE DEBITI PREVIDENZIALI					
FLUSSI DI CASSA DEL CAPITALE CIRCOLANTE					
FLUSSI DI CASSA DELL'ATTIVITÀ OPERATIVA DI ESERCIZIO					
ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO					
FLUSSI DI CASSA DISPONIBILI (FREE CASH FLOWS)					
DEBITI MEDIO LUNGO TERMINE AL LORDO DELLA QUOTA CAPITALE DA RESTITUIRE					
RIMBORSO QUOTA CAPITALE					
RIMBORSO ONERI FINANZIARI					
FLUSSI DI CASSA DISPONIBILI PER L'AZIONISTA (FREE CASH FLOWS TO EQUITY)					
AVANZO (FABBISOGNO) DI CASSA TOTALE DI ESERCIZIO					
LIQUIDITÀ (INDEBITAMENTO) FINE ESERCIZIO (31-12)					

Le relazioni tra i tre prospetti

E' interessante osservare come Conto Economico, Stato Patrimoniale e Rendiconto Finanziario si correlino tra loro e come le ipotesi condizionino lo sviluppo delle variabili contenute nei singoli prospetti. Nello schema seguente si possono rilevare i collegamenti esistenti tra le diverse voci. Prendiamo ad esempio i ricavi garantiti determinati secondo i criteri del Metodo Normalizzato. Il loro livello annuale

incide sul livello dei crediti ad essi connessi presenti nello stato patrimoniale e a sua volta sulla variazione prevista nel rendiconto finanziario. Un discorso analogo può essere fatto per il livello dei costi legati alle forniture.

Conto economico		Stato patrimoniale		Rendiconto finanziario
VALORE DELLA PRODUZIONE (RICAVI DA PdA)	⇒	CREDITI VERSO CLIENTI	⇒	VARIAZIONE CREDITI VS CLIENTI
B6 MATERIE PRIME (DA PdA)	⇒	DEBITI VERSO FORNITORI	⇒	VARIAZIONE DEBITI FORNITORI
B7 SERVIZI (DA PdA)				
B8 GODIMENTO BENI DI TERZI (DA PdA)	⇒	DEBITI VERSO ISTITUTI PREVIDENZIALI	⇒	VARIAZIONE DEBITI PREVIDENZIALI
B9 COSTO DEL PERSONALE (DA PdA)	⇒	IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI E MATERIALI NETTE (PIANO DEGLI INTERVENTI CONTENUTO NEL PdA)	⇒	ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO
AMMORTAMENTI (DA PdA)	⇒		⇒	RIMBORSO ONERI FINANZIARI
ONERI FINANZIARI E ACCESSORI (ESSENZIALMENTE GLI INTERESSI SUL DEBITO)	⇒	DEBITI PER IMPOSTE CORRENTI	⇒	VARIAZIONE DEBITI TRIBUTARI
IMPOSTE	⇒	SALDO CASSA E CONTI CORRENTI - DEBITI BANCARI DI BREVE PERIODO	⇒	LIQUIDITÀ (INDEBITAMENTO) FINE ESERCIZIO (31-12)
	⇒		⇒	

La quadratura tra i tre prospetti si ottiene per ogni anno nel caso in cui il risultato cumulato di fine esercizio (liquidità o indebitamento di fine esercizio), iscritto nel rendiconto finanziario, coincida esattamente con il saldo ottenuto dalla somma algebrica di "cassa e conti correnti" e "debiti bancari di breve periodo" iscritti rispettivamente nell'attivo e nel passivo dello Stato Patrimoniale. Nello schema la quadratura dei tre documenti è evidenziata in rosso.

Per quanto riguarda le modalità di predisposizione, il Decreto prevede che il P.E.F si sviluppi sul futuro recependo al suo interno il piano degli interventi, i costi di gestione e d'investimento determinati secondo i criteri contenuti nel Metodo Normalizzato (D.M.LL.PP. 01-08-1996). Rappresenta quindi uno strumento strategico di programmazione e controllo nel breve, medio e lungo periodo. E' in fase di predisposizione del P.E.F. che si determinano modalità, entità e natura dei mezzi economico-finanziari con verifica della capacità da parte della gestione di auto-generare risorse (autofinanziamento) e con individuazione delle fonti da reperire esternamente attraverso la ricerca del grado ottimale di indebitamento nei confronti degli istituti di credito, al fine di trarre vantaggio da un positivo effetto leva finanziaria. L'analisi preventiva consente di verificare la sostenibilità di scelte di fondo volte a garantire in ogni istante l'equilibrio economico e finanziario, decisioni atte quindi a fronteggiare in ogni momento gli impieghi di mezzi necessari alla realizzazione degli investimenti, al pagamento delle forniture e alla restituzione del capitale preso a prestito. Sono scelte da adottare ai fini della "bancabilità" del piano degli interventi che condizionano l'andamento delle variabili economico-finanziarie e che rappresentano le ipotesi di sviluppo del P.E.F..

Le ipotesi da valutare per lo sviluppo delle grandezze del Conto Economico riguardano:

- le voci di costo in applicazione dei criteri del Metodo Normalizzato, costi operativi (B6, B7, B8, B9, B11, B12, B13, B14) e ammortamenti (B10 a, b, c) ad eccezione della remunerazione del capitale che, non essendo un costo previsto dal conto economico, figura indistintamente tra i ricavi garantiti del Servizio Idrico Integrato.

- i ricavi relativi alle attività svolte nell'ambito del Servizio Idrico Integrato composti da ricavi determinati in applicazione dei criteri contenuti nel Metodo Normalizzato, da ricavi legati agli scarichi industriali in pubblica fognatura e da ricavi accessori;
- gli oneri finanziari legati ai mutui chirografari, alla finanza strutturata e al Project Financing rappresentano una variabile cruciale del conto economico la cui entità dipende dalle condizioni di accesso al credito bancario. In sede di programmazione è fondamentale verificare se livello di fabbisogno finanziario e tasso di interesse garantiscono il mantenimento dell'equilibrio economico per tutto il periodo di concessione. Tecnicamente l'entità dei due parametri è sostenibile quando genera oneri finanziari inferiori al reddito operativo senza compromettere l'equilibrio economico e quando l'indebitamento incrementa il rendimento del capitale di rischio attraverso lo sfruttamento di un effetto leva finanziaria positivo.
- le imposte dirette calcolate, per quanto riguarda l'IRES, applicando l'aliquota vigente sul valore del reddito ante imposte, per quanto riguarda invece l'IRAP, applicando l'aliquota prevista sul valore aggiunto;

Le ipotesi utilizzate per lo sviluppo delle variabili più significative dello Stato Patrimoniale sono:

- *Crediti verso i clienti.* Il valore dei crediti verso i clienti viene determinato di anno in anno sulla base dei ricavi fatturati iscritti a conto economico per le attività relative al Servizio Idrico Integrato. Su tale importo si ipotizza che a fine anno venga incassata solo una parte dei ricavi. La quota prospettica dei ricavi non incassati annualmente scaturisce dall'indice di rotazione dei crediti che individua il tempo medio di permanenza dei valori in azienda;
- *Immobilizzazioni immateriali e materiali.* Si prendono a riferimento gli investimenti, al netto dei contributi a fondo perduto, inseriti nel piano degli interventi il cui costo del capitale trova adeguata copertura tariffaria secondo le modalità previste dal D.M.LL.PP. 01-08-1996;
- *Debiti verso fornitori.* I debiti verso fornitori si riferiscono ai costi esterni del conto economico relativamente alle voci B6, B7 e B8. La quota dei debiti iscritti nello stato patrimoniale dipende dal tempo di dilazione ipotizzato;
- *Debiti verso istituti previdenziali.* I debiti verso gli istituti previdenziali iscritti nel passivo dello stato patrimoniale rappresentano il valore residuo di fine anno che deve essere ancora corrisposto per gli oneri sociali maturati nell'esercizio e calcolati sulla Retribuzione Annuale Lorda (R.A.L.). Per l'individuazione dei debiti previdenziali si devono preliminarmente determinare gli oneri sociali in base al costo del personale iscritto nella voce B9 del conto economico, opportunamente considerato al netto degli oneri contributivi e dell'accantonamento al fondo T.F.R.;
- *Debiti per imposte.* L'importo del debito si riferisce sia alle imposte dirette che indirette e pertanto riguarda l'IRES, l'IRAP e l'IVA sul fatturato. Il debito per le imposte dirette, IRES e IRAP, scaturisce dalla differenza tra gli acconti versati in corso d'anno calcolati al 99% sull'importo dell'anno precedente e le imposte calcolate per competenza nell'anno in corso. I debiti per imposte indirette sono calcolati applicando l'aliquota prevista sui ricavi fatturati;
- *IVA a credito.* Il credito di IVA viene calcolato sia sugli investimenti inseriti nel Piano degli Interventi, applicando aliquote specifiche in base alla tipologia di opere da realizzare, sia sugli acquisti di materie prime e servizi;

- *Finanziamenti a medio lungo termine.* In questa voce viene iscritto l'importo del capitale residuo dei finanziamenti a medio-lungo termine che varia in funzione dell'acquisizione di nuove fonti di finanziamento e della restituzione delle quote di capitale contratto secondo prefissati piani di ammortamento.
- *Fondo trattamento di Fine rapporto.* La riforma del TFR ha previsto, a partire dal 2007, l'obbligo per le società con più di 50 dipendenti di trasferire l'intero TFR dal datore di lavoro al Fondo per l'erogazione del TFR, gestito dall'INPS per conto dello Stato. Pertanto tale fondo non rappresenta più una fonte di finanziamento per gran parte delle società del Servizio Idrico Integrato.
- *Patrimonio netto.* Appartengono al patrimonio netto il capitale sociale, la riserva legale e il risultato di esercizio. Il capitale sociale può rappresentare un driver strategico in sede di programmazione a riequilibrio del rapporto con il livello di indebitamento; la riserva legale, alimentata annualmente dall'obbligatoria destinazione di una quota pari al 5% del reddito netto, dipende dal risultato di esercizio che scaturisce a sua volta dal conto economico.

Il rendiconto finanziario è il risultato delle ipotesi sottostanti le variabili del conto economico e dello stato patrimoniale. In particolare accoglie i flussi del conto economico che appartengono alla gestione operativa e i flussi conseguenti la variazione degli stock dello stato patrimoniale raggruppati nella gestione del capitale circolante, nell'attività di investimento e nell'attività di finanziamento. Flussi finanziari della gestione operativa sono ad esempio gli utili e gli accantonamenti a fondo rischi e gli ammortamenti. Flussi della gestione del capitale circolante sono ad esempio l'aumento (diminuzione) dei crediti da riscuotere o l'aumento (diminuzione) dei debiti da liquidare. I flussi assorbiti dall'attività di investimento sono la realizzazione di immobilizzazioni immateriali e materiali. I flussi generati dall'attività di finanziamento si riferiscono all'aumento (diminuzione) del finanziamento bancario, alla variazione subita dal capitale sociale oppure al definanziamento per distribuzione di utili ai soci.

4.2 I requisiti economico – finanziari per la bancabilità

L'analisi dei flussi, desumibili dal rendiconto finanziario, è finalizzata anche all'individuazione di indici per la verifica dell'esistenza dei requisiti di bancabilità degli interventi mediante la misurazione del grado di copertura del debito di medio-lungo termine (capacità di servizio del debito). In un'ottica di finanza di progetto indicatori tipici che segnalano la fattibilità finanziaria di un progetto prendono il nome di cover ratios di seguito illustrati:

- *DSCR – Debt Service Cover Ratio.* Previsto per ciascun anno di durata del piano di rimborso, descrive il rapporto dei flussi di cassa disponibili (Free Cash Flows), fonte di rimborso del capitale di terzi e della remunerazione per gli azionisti, con le rate di restituzione del debito, composte da capitale più interessi. Un livello dell'indice adeguato alla necessità di rimborso del debito si attesta normalmente per il settore idrico su un valore pari a 1,2-1,3. La ragione di considerare equo un margine precauzionale di 0,2-0,3 sopra il valore limite dell'unità, trova giustificazione soprattutto nell'incertezza della reale concretizzazione del livello di flussi ipotizzato. In ogni modo il suo valore oscilla in base al grado di rischio dell'attività svolta, relativamente basso nel caso del settore idrico, industria regolata e priva di concorrenza, abbastanza elevato nel caso in cui i finanziatori ritengano il progetto rischioso.

$$DSCR = \frac{FCF_t}{K_t + I_t}$$

FCF_t = flusso di cassa disponibile all'anno t

K_t = Quota di capitale da rimborsare all'anno t

I_t = Quota interessi da ripagare all'anno t

- **ADSCR – Average Debt Service Cover Ratio.** Descrive l'andamento del valore medio del DSCR, calcolato sull'intera durata del piano di ammortamento. Rispetto al DSCR, è un indice di sintesi che offre un'informazione aggiuntiva qualora si voglia effettuare un confronto tra progetti diversi e verificare quale, tra i progetti osservati, offre la maggiore garanzia di copertura del servizio del debito.

$$ADSCR = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{K_t + I_t}}{n}$$

n = numero di anni sui quali si sviluppa il piano di ammortamento del prestito

- **LLCR – Loan Life Cover.** Ratio Previsto per ciascun anno di rimborso del debito, verifica la bancabilità attraverso la stima del valore attuale dei flussi di cassa prospettici (Free Cash Flows), maggiorato di una riserva disponibile (D_R), in rapporto al valore del debito residuo (O) (Outstanding) al momento della valutazione (s) che corrisponde al valore attuale delle rate residue. Il rapporto tra le due somme attualizzate teoricamente non deve dare un valore inferiore all'unità ma un livello accettabile per il servizio idrico è individuato nella misura di 1,3-1,4. Questo indice permette di conoscere in ogni momento il maggiore livello di cassa generato nel caso in cui si decidesse di liquidare il progetto rimborsando interamente il debito. Il tasso di attualizzazione (i) è pari al tasso di interesse del debito;

$$LLCR = \frac{\sum_{t=1}^{s+n} \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + D_R}{O_t}$$

Come detto i *cover ratios* sono indici tipici della finanza di progetto utilizzati per verificare il grado di copertura del servizio del debito ma non permettono di valutare altri importanti aspetti del progetto. Spesso, quando si attiva un investimento/finanziamento, si vuole avere una conoscenza dettagliata soprattutto in merito alla redditività e al tasso interno di rendimento dell'operazione che si traduce nella convenienza economico-finanziaria, in termini di costo opportunità, di preferire un progetto rispetto ad altri anche in altri settori. Per stimare quindi la convenienza o meno di avviare un qualsiasi tipo di progetto, normalmente si ricorre, per quanto riguarda la redditività, al calcolo del Valore Attuale Netto (*Net Present Value*) dei flussi di cassa, mentre, per quanto attiene al rendimento, al Tasso Interno di Rendimento (*Internal Rate of Return*).

- *NPV* Calcola il valore attuale di un insieme di flussi di cassa futuri per valutare la convenienza del progetto. A parità di tasso di sconto applicato, risulta più vantaggioso il progetto che possiede un valore più elevato dell'indice NPV. Il tasso maggiormente utilizzato per scontare i flussi di cassa disponibili è il Costo Medio Ponderato del Capitale (WACC) calcolato attraverso la media ponderata del rendimento del capitale di rischio e del costo del debito. Il rendimento del capitale di rischio varia in dipendenza del settore economico in cui si intende avviare l'operazione e scaturisce dalla somma tra il tasso di un investimento risk-free – ad esempio i titoli di stato – e il tasso medio del rendimento sul mercato azionario ponderato con il fattore che indica la rischiosità del settore in cui si effettua l'operazione rispetto al generico rischio di mercato.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + r_w)^t}$$

FCF_t = flusso di cassa disponibile all'anno t

r_w = Costo medio del capitale (WACC)

- *IRR* E' il tasso di rendimento composto generato dal progetto che uguaglia a zero l'indice *NPV*. Segnala il rendimento complessivo dell'operazione e rappresenta il costo opportunità su cui valutare la convenienza del progetto rispetto alle alternative.

$$IRR = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + r_w)^t} = 0$$

5. La caratteristiche di una Convenzione bancabile

La Convenzione di affidamento è lo strumento attraverso cui l'ATO e il soggetto gestore sottoscrivono le reciproche obbligazioni inerenti alla prestazione del servizio idrico e determinano le grandezze tecniche, economiche e finanziarie che vi corrispondono. La Convenzione è diventata uno dei principali strumenti di regolazione dei servizi pubblici locali, secondo un modello che si è progressivamente affermato nel tempo (Bakovic et al., 2003). In quanto tale, è ovviamente al centro di un'intensa attività di scrutinio da parte degli enti finanziatori. Per questo, la Convenzione deve possedere alcune particolari caratteristiche, che ne determinano l'attitudine al finanziamento, o bancabilità.

Una Convenzione è bancabile se il flusso di cassa atteso non è messo a repentaglio da decisioni arbitrarie del regolatore e se i rischi che il gestore non può controllare sono trasferiti su altre parti, ad esempio gli utenti. L'esperienza dimostra che quando una Convenzione non tiene in considerazione l'elemento della bancabilità, i gestori trovano estrema difficoltà nel reperire le risorse finanziarie necessarie a realizzare gli investimenti (Cook, 1999). In particolare, quando strutturano un project finance, le banche non si basano prevalentemente sulla meritorietà del prenditore, ma mirano ad essere rimborsate attraverso i flussi di cassa del progetto. La prevedibilità di tali flussi e l'allocazione dei rischi sono quindi gli elementi determinanti per la bancabilità. In quanto segue, si analizzano in successione tali aspetti, alla luce del criterio della bancabilità.

5.1 Gli elementi contrattuali rilevanti

di Giovanni Canitano e Letizia Danesi

Come detto nei capitoli precedenti, per le banche i flussi di cassa dovrebbero essere certi lungo tutto l'arco di tempo dell'affidamento. Tuttavia, l'affidamento di un servizio è di solito effettuato per un periodo lungo, tra i 20 e i 30 anni. In questo lasso di tempo, le condizioni economiche sottostanti l'affidamento potrebbero variare sensibilmente, alterando i flussi di cassa. E' per questo che le regole stabilite nella convenzione di affidamento assumono un'estrema importanza.

L'incertezza dei flussi di cassa deriva dalla natura stessa dell'affidamento. Quando si affida un servizio pubblico come quello idrico, occorre definire le condizioni di una prestazione particolarmente complessa, che si estenderà per un lungo periodo ed è supportata da ingenti investimenti. Tali circostanze generano due conseguenze. In primo luogo, poiché le stime sulle quali di fonda la determinazione della tariffa regolata possono essere imprecise e le circostanze economiche e tecnologiche cambiano nel tempo, sarà necessario procedere periodicamente ad un "riallineamento" tra la tariffa regolata e i costi effettivamente sostenuti dal gestore. E' questo l'obiettivo della revisione periodica della tariffa, che avviene ogni tre anni. Ma la possibilità che si verifichino degli *shock* nei prezzi o degli eventi naturali avversi impone di rivedere le tariffe anche in circostanze eccezionali, attraverso revisioni straordinarie. In secondo luogo, all'inizio dell'affidamento non è possibile specificare con precisione tutti i possibili eventi futuri che potrebbero influire sulla prestazione. In questi casi, l'accordo inizialmente sottoscritto mancherà di riferimenti riguardanti la determinazione dei rispettivi diritti ed obblighi delle parti e la distribuzione dei rischi connessi alla nuova situazione. Può anche darsi che il contratto non preveda e-

splicite obbligazioni perché redatto in maniera troppo generica. In entrambi i casi, si dice che il contratto è “incompleto”, per cui è necessario accordarsi di volta in volta su come affrontare le circostanze verificatesi. Il risultato di tali processi di “aggiustamento” è un’incessante e continua negoziazione dei termini dell’affidamento, che può avvantaggiare una parte a discapito dell’altra, in maniera del tutto imprevedibile.

Pertanto, le clausole che disciplinano le condizioni economiche del servizio assumono particolare rilievo per la bancabilità della Convenzione. Ciò che interessa alle banche è che il gestore sia in grado di onorare annualmente il servizio del debito concesso. Non è quindi essenziale che il gestore consegua elevati profitti, ma che le regole in base alle quali questi è remunerato (e penalizzato) siano sufficienti a garantire un determinato flusso di cassa e che siano soggette a un limitato grado di discrezionalità da parte dell’ATO, in quanto ben definite nella Convenzione. In questo modo, le conseguenze di ciascun atto o comportamento saranno prevedibili. In caso contrario, invece, sorge un problema di credibilità della regolazione: il gestore non è adeguatamente protetto da eventuali decisioni arbitrarie prese dal regolatore. Pertanto, affinché una Convenzione sia bancabile, è necessario risolvere il compromesso tra la flessibilità, necessaria a procedere agli aggiustamenti periodici, e la credibilità, essenziale a far sì che le conseguenze di tali aggiustamenti siano prevedibili.

In base a quanto detto, gli elementi della Convenzione su cui gli istituti di credito generalmente pongono maggiore attenzione sono i seguenti:

- Regole per l’adeguamento progressivo delle componenti tariffarie (revisioni periodiche)
- Regole per l’adeguamento della tariffa in circostanze eccezionali (revisioni straordinarie)
- Definizione dell’equilibrio economico finanziario
- Attribuzione del rischio e delle conseguenze degli eventi di forza maggiore
- Applicazione delle penalità (come vengono calcolate e quando verranno applicate)
- Risoluzione delle controversie
- Facoltà di applicare misure cautelative in caso di controversia (*set-off*)
- Circostanze che danno luogo a cessazione dell’affidamento (risoluzione anticipata)
- Criteri di calcolo del valore residuo (al termine dell’affidamento e per risoluzione anticipata)
- Diritti di subentro degli enti finanziatori in caso di risoluzione della Convenzione (*step-in*)

Prima di entrare nel dettaglio dei singoli aspetti, occorre notare che la maggior parte delle Convenzioni ad oggi sottoscritte nel SII in Italia non mostrano la dovuta chiarezza nelle regole che disciplinano i suddetti aspetti. Vi è una cronica mancanza degli essenziali dettagli procedurali, utili a definire le circostanze nelle quali è possibile invocare un determinato intervento, i tempi di attivazione di tali interventi, i possibili meccanismi di ricorso da parte del gestore (Canitano et al., 2007; Anwandter e Rubino, 2006). In altre esperienze di regolazione, segnatamente nel Regno Unito, il tema del contratto è considerato talmente importante che si è proceduto ad una progressiva standardizzazione delle clausole essenziali, oggi giunte ad un elevato livello di sofisticazione (HM Treasury, 2007).

Passando a considerare i singoli aspetti succitati, per quanto riguarda la revisione periodica della tariffa, questa ha lo scopo di riallineare la tariffa ai nuovi costi stimati, alla luce dei cambiamenti intercorsi durante il precedente periodo regolatorio, migliorando la cosiddetta efficienza allocativa.⁹ Nel silenzio

⁹ Sinteticamente, l’efficienza allocativa si ottiene quando la tariffa è commisurata al costo di fornitura del servizio. In un regime a prezzo fisso (determinato ex ante) e periodo regolatorio esogeno, come quello vigente nel SII, lo sforzo di contenimento dei costi operato dal gestore tende a far divergere la tariffa dai costi effettivamente sostenuti. La revisione periodica ha quindi lo scopo di riallineare la tariffa a tali costi.

del Metodo normalizzato, è necessario che la Convenzione disciplini con chiarezza le circostanze che danno luogo a conguagli a favore o sfavore del gestore. Ci si riferisce, anzitutto, ai conguagli per mancati ricavi dovuti a scostamenti nei volumi erogati, per i quali occorre prevedere in quali circostanze è ammesso il rimborso al gestore, l'ammontare di tale rimborso (al netto di un'eventuale franchigia) e le modalità di restituzione (nel primo anno del successivo periodo regolatorio o progressivamente nei successivi anni). Altri conguagli andranno definiti per quanto riguarda le componenti tariffarie degli ammortamenti e della remunerazione del capitale. Va chiarito a questo proposito come saranno affrontati eventuali scostamenti nel volume degli investimenti e le modalità di rimborso al gestore o di penalizzazione dello stesso. Per la componente dei costi operativi, invece, occorre specificare come trasferire agli utenti gli recuperi di efficienza realizzati dal gestore nel periodo regolatorio trascorso. Qui le scelte sono fondamentalmente due: trasferire una quota fissa o una quota progressivamente maggiore, secondo la logica del *Rolling Cap*.¹⁰ La scelta non è neutrale rispetto agli incentivi all'efficiamento, poiché nel caso del *Rolling Cap* il gestore conserverà i risparmi di costo per più tempo e sarà quindi maggiormente invogliato a realizzarne. Inoltre, va chiarito in Convenzione come saranno calcolati i costi operativi per il periodo regolatorio successivo, specificando come andranno modificati i costi operativi di piano alla luce dei costi operativi effettivamente realizzati dal gestore. Infine, la Convenzione deve specificare in dettaglio la procedura che occorre seguire durante la revisione periodica. Si tratta, in particolare, dei tempi per l'elaborazione della proposta dell'ATO, delle modalità di consultazione del gestore ed eventualmente delle altre parti sociali, dei meccanismi a disposizione del gestore per il ricorso contro la decisione dell'ATO, delle conseguenze di un eventuale disaccordo in merito alle condizioni economiche definite con la revisione.

Le revisioni straordinarie si svolgono a fronte del verificarsi di circostanze eccezionali che alterano le condizioni a cui è stato affidato il servizio. Ad esempio, nel caso di variazione della normativa, estensione del perimetro del servizio, modifiche alla Convenzione di affidamento, modifiche al Piano di Ambito. L'obiettivo della revisione straordinaria è di ristabilire la posizione economico-finanziaria del gestore, come se la circostanza verificatasi non fosse avvenuta (Castalia, 2004). Va detto a tale proposito che la revisione straordinaria non necessariamente comporta una completa revisione tariffaria, come avviene periodicamente. Si potrebbe, infatti, decidere di variare solamente la sequenza degli investimenti o l'articolazione tariffaria. E', tuttavia, fondamentale, definire con la maggiore chiarezza possibile le circostanze che danno luogo a una revisione straordinaria, le soglie oltre le quali si procede a revisione, i tempi e le modalità della stessa, gli eventuali meccanismi di consultazione e di ricorso a disposizione del gestore. E' altresì importante definire in quali circostanze non è assolutamente ammessa la revisione, in modo da poter facilmente prendere una decisione in caso si verifichino circostanze che non sono state inizialmente previste.

Una menzione specifica va fatta riguardo le clausole relative all'equilibrio economico e finanziario. In molte Convenzioni si legge "il gestore è obbligato a mantenere l'equilibrio economico e finanziario". Ma, al contrario, è l'ATO che deve garantire al gestore, attraverso la fissazione della tariffa, dei ricavi sufficienti a mantenere tale equilibrio. A questo proposito, va detto che l'equilibrio da garantire al gestore è da intendersi in termini prospettici, non in qualunque circostanza. Una volta compiute le stime nel PEF, se queste sono sufficienti a garantire tale equilibrio, nessun altro compenso deve essere concesso ex post al gestore, salvo le circostanze che danno luogo a conguagli autorizzati, come chiarito in

¹⁰ In un *Rolling Cap*, il gestore conserva i risparmi di costo realizzati in un particolare anno per un periodo di tempo determinato, indipendentemente dal fatto che nel frattempo intercorra una revisione tariffaria. In questo modo, si elimina il disincentivo del gestore a realizzare risparmi di costo nell'ultimo anno prima di una revisione tariffaria.

merito alla revisione ordinaria. Sarebbe opportuno che il concetto di equilibrio economico-finanziario fosse legato a delle precise valutazioni quantitative, riferendosi agli indicatori menzionati nei capitoli precedenti. La Convenzione deve anche specificare quali azioni saranno intraprese qualora l'equilibrio venga meno, quali procedure e quali tempi sono necessari per l'attivazione delle misure di riequilibrio, quali sono le conseguenze di un eventuale disaccordo tra l'ATO e il gestore. E' opportuno prevedere che, qualora l'ATO si rifiuti di procedere ad una misura di riequilibrio o non lo faccia entro un determinato lasso di tempo (ad esempio 6 mesi), il gestore abbia la facoltà di recedere.

Riguardo agli eventi di forza maggiore, la Convenzione deve anzitutto definire i criteri che consentono di classificare una circostanza come tale, per poi specificare quali azioni vanno compiute in tali occasioni. Oltre le usuali circostanze, come guerre, catastrofi naturali, ecc., è opportuno specificarne altre, che si ritiene siano al di fuori del controllo del gestore. Ma poiché è impossibile elencare tutte le possibili circostanze di forza maggiore, occorre anche stabilire un criterio guida, che ne circoscriva adeguatamente i confini. Ad esempio, le circostanze di forza maggiore potrebbero essere quelle impossibili da prevedere e da fronteggiare, non attribuibili a colpa o dolo, che rendono materialmente impraticabile o estremamente costosa la prestazione del servizio. E' opportuno limitare la forza maggiore a quegli eventi che rendono impossibile la prosecuzione del servizio, poiché per tutte le altre circostanze vi è la procedura di revisione straordinaria. Il riconoscimento di una circostanza di forza maggiore dovrebbe essere effettuato in contraddittorio con il gestore, non in modo unilaterale da parte dell'ATO. Una volta definita la forza maggiore, occorre specificare le conseguenze di un suo verificarsi. Anzitutto, il gestore deve essere esonerato dal raggiungimento degli obiettivi di prestazione per tutto il periodo in cui perdura l'evento. Al loro posto, può essere inserito l'obbligo di cooperare e adoperarsi per porre termine all'evento o rispondere adeguatamente ad esso, ad esempio preparando un piano di emergenza. Se l'evento di forza maggiore dura più di un termine stabilito (ad esempio 6 mesi o un anno), al gestore può essere concessa la facoltà di recedere dal contratto senza costi aggiuntivi.

Riguardo le penalità, occorre chiarire in Convenzione sia come vengono calcolate, sia quando verranno applicate. Per il calcolo, non è generalmente vista con favore un'elevata discrezionalità dell'ATO, tanto nel classificare un'infrazione come lieve o grave, quanto nel determinare l'ammontare delle penali. Piuttosto, ci si deve rifare al principio di proporzionalità, in base al quale la penale va commisurata all'infrazione commessa o all'inosservanza di uno standard. Inoltre, le penalità devono essere proporzionate al ritardo nel raggiungimento dello standard e all'importanza dello stesso. E' bene precisare un algoritmo per il calcolo delle penalità, in modo da ridurre la discrezionalità nella determinazione delle stesse e aumentare la prevedibilità dei flussi di cassa. E' anche opportuno fissare un tetto massimo all'ammontare totale delle penali, in modo da ridurre i rischi per il gestore: se vi sono molte violazioni, il problema potrebbe non essere il comportamento del gestore ma piuttosto risiedere in altri aspetti, come la programmazione. Per quanto riguarda il momento in cui vanno applicate le penali, la revisione periodica sembra l'occasione più adatta. Le penali andrebbero decurtate dal volume complessivo dei ricavi regolati, che il gestore a diritto a riscuotere attraverso la tariffa.

Il tema della risoluzione delle controversie è ancora fonte di dibattito. Non è ben chiaro se le controversie relative all'affidamento di servizi pubblici possano essere deferite ad un tribunale arbitrale o ciò non sia più permesso. In ogni caso, è importante che la Convenzione definisca una procedura strutturata per l'avvio di una controversia, con la previsione esplicita degli atti e dei tempi necessari. E' consigliabile che la procedura preveda una fase preliminare in cui le parti ricercano una soluzione extra giudiziale, ad esempio attraverso la collaborazione di mediatori. L'ente finanziatore potrebbe essere coinvolto in tale procedura.

Sempre in tema di controversie, di solito se una parte è in difetto, la controparte è comunque tenuta a rispettare le proprie obbligazioni. Ciò può creare qualche problema, soprattutto al gestore. Ad esempio, se l'ATO è in ritardo nell'approvazione del volume dei ricavi regolati per il periodo successivo o della nuova articolazione tariffaria, il gestore incontrerà delle difficoltà a finanziare le proprie spese, sarà costretto a sospendere o posticipare alcune attività e potrebbe anche incorrere nelle penali. Per evitare tale problema, si potrebbe riconoscere in Convenzione la facoltà al gestore di ricorrere unilateralmente a misure cautelative (diritti di *set-off*) in caso di difetto dell'ATO o di particolari controversie (ad esempio sulla revisione tariffaria o sulle misure di riequilibrio economico-finanziario), limitando contemporaneamente la sua responsabilità per il mancato raggiungimento degli obiettivi di prestazione. Le misure cautelative possono essere di vario tipo e, ferma restando la continuità del servizio, possono includere il deferimento di alcuni investimenti, l'aggiustamento unilaterale delle tariffe, la sospensione del pagamento del canone di concessione.

Venendo alla risoluzione anticipata dell'affidamento, ovviamente le banche sono interessate a circoscrivere quanto più è possibile tale eventualità. E' quindi opportuno che i casi in cui è ammessa la risoluzione anticipata siano chiaramente disciplinati dalla Convenzione e strettamente limitati alla colpa grave del gestore, come nel caso di interruzione totale del servizio o persistente inadempienza. Anche in quest'ultimo caso, tuttavia, è opportuno elencare le inadempienze che possono dar luogo a risoluzione anticipata, limitando la casistica a quelle circostanze che non possono trovare rimedio attraverso altri strumenti, come le penalità. Ad esempio, la risoluzione potrebbe essere ammessa se il gestore continua ad applicare una tariffa superiore a quella autorizzata, anche dopo l'intimazione dell'ATO. E' altresì importante istituire una procedura strutturata per avviare e dare seguito ad un provvedimento di risoluzione anticipata, stabilendo i tempi entro cui il gestore deve conformarsi alle istruzioni dell'ATO, gli atti che l'ATO è obbligato a produrre per dare avvio alla procedura, le modalità di ricorso del gestore e di contraddittorio, al quale dovrebbero partecipare anche gli enti finanziatori. In maniera speculare, anche al gestore andrebbe garantita la possibilità di recedere dal contratto, in circostanze strettamente disciplinate, come detto prima nel caso del riequilibrio economico-finanziario e del perdere delle circostanze di forza maggiore.

Al termine dell'affidamento, o in caso di risoluzione anticipata, va calcolato l'indennizzo spettante al gestore per gli investimenti realizzati e non completamente ammortizzati. La Convenzione deve specificare chiaramente i criteri per il calcolo di tale indennizzo, pena una sostanziale impossibilità di determinarne l'ammontare. Le banche di solito non tollerano che sia l'ATO a determinare unilateralmente tale valore, in maniera arbitraria. Occorre invece che sia ben specificato il criterio che verrà seguito per il calcolo. Non è questa la sede per analizzare le varie modalità di calcolo di tale valore (per le quali si rimanda a Kerf et al., 1998), né per discutere quale di questi metodi è il più appropriato, alla luce del contesto regolatorio del SII in Italia. E' tuttavia imprescindibile che tale criterio sia stabilito dal principio, che sia automatico e comporti un limitato grado di discrezionalità da parte dell'ATO. Inoltre, va chiarito in Convenzione su chi ricade l'obbligo di corrispondere l'indennizzo al gestore uscente. Una generica obbligazione in capo al gestore entrante potrebbe non essere sufficiente a soddisfare le esigenze di certezza degli enti finanziatori. Va specificato che l'ATO si adopererà affinché il gestore entrante corrisponda quanto dovuto, come condizione per l'effettiva assegnazione del servizio.

Da ultimo, è opportuno specificare in Convenzione la facoltà per gli enti finanziatori di subentrare al gestore nel caso di risoluzione anticipata (diritto di *step-in*). Tale misura consente alle banche, in caso di insolvenza del gestore uscente, di proporre all'ATO un altro gestore incaricato del servizio per il periodo residuo dell'affidamento, o finché il prestito non è stato interamente rimborsato. Tale possibilità ha la finalità di garantire la continuità sia del servizio, sia della restituzione del debito.

5.2 Il ruolo del contratto per assicurare accordi efficienti

di Alessandro Mazzei e Paolo Peruzzi

Il contratto di servizio costituisce il principale strumento di regolazione nell'ambito del rapporto tra ATO e Gestore. Ai fini della predisposizione del contratto, l'ATO e il Gestore devono prendere in considerazione e valutare i principali rischi connessi all'erogazione del servizio, al fine di individuare il soggetto su cui ciascun rischio finirà per essere allocato nella gestione del servizio medesimo. Si tratta, quindi, di un'attività preliminare alla stesura del contratto, strumentale e necessaria alla corretta definizione delle regole contrattuali.

Il ruolo di questo contratto, come per tutti i contratti, è di assicurare accordi efficienti in cui ciascuno dei contraenti massimizzi il proprio surplus. Un modo per misurare tale obiettivo è quello di assicurare che il costo dell'esecuzione del contratto sia minore del danno emergente più il lucro cessante derivanti dalla non esecuzione. In questo caso il risarcimento efficiente è quello che attribuisce alla parte inadempiente i costi dell'inosservanza, così che la parte inadempiente internalizzi i costi della propria scelta (Franzoni, 2003).

La soluzione efficiente è tuttavia compromessa quando il contratto è incompleto. Quando cioè il contratto non riesce a prevedere obblighi e diritti contrattuali specifici per tutte le possibili circostanze che possono verificarsi. Fra le cause dell'incompletezza possiamo trovare: vaghezza di linguaggio, dimenticanza, costi della stipula e asimmetria informativa. Le questioni sollevate dall'incompletezza contrattuale riguardano fra l'altro la difficoltà di osservare e verificare la quantità e la qualità delle prestazioni del Gestore (Milgrom e Roberts, 1994). Nel caso del servizio idrico integrato questa difficoltà, come per altri servizi pubblici gestiti in regime di monopolio, si manifesta al momento in cui, nella Convenzione, si devono definire e misurare i livelli quantitativi e qualitativi dei servizi. Tuttavia il controllo diretto delle prestazioni è difficile, costoso e insufficiente. Per questo, quando è possibile osservare il comportamento del Gestore, è opportuno affiancare al controllo delle prestazioni un sistema di incentivi. Nel servizio idrico integrato il ruolo degli incentivi è assicurato principalmente dal Metodo. Il Metodo può infatti essere definito, all'interno del periodo della revisione, come un contratto pluriennale a prezzi fissi (Bardelli, 2000). In questo caso l'incentivo è rappresentato dalla possibilità che il Gestore ha di migliorare le prestazioni previste dalla Convenzione. Un miglioramento che si traduce in una riduzione dei costi rispetto a quelli riconosciuti in tariffa e, quindi, in un ammontare maggiore di utili.

Tuttavia, un sistema che basa i premi sui risultati fa dipendere il reddito sia da fattori controllabili che da fattori fuori del controllo del Gestore, e quindi, il Gestore è soggetto a variazioni reddituali che non derivano solo dal suo comportamento ma anche da altri fattori fuori del suo controllo. Tutto questo costituisce un rischio per il Gestore, e poiché questi e i suoi finanziatori sono avversi al rischio, in questo contesto diventa essenziale allocare in modo efficiente il rischio fra i contraenti.

Alcune definizioni ci possono aiutare. Un'efficiente allocazione del rischio è quella che lo assegna o che ne attribuisce l'eventuale perdita connessa (Friedman, 2004):

- al contraente in grado di esercitare una qualche forma di controllo;
- a colui che detiene il controllo di qualche frazione del processo produttivo e che per questo si trova in posizione migliore sia per prevenire le perdite che per assorbirle;
- a quella parte che può mitigare e gestire il rischio con i costi più bassi.

Nella convenzione devono, dunque, essere ben individuati e regolati i principali rischi, in modo da assicurare che questi siano correttamente assegnati ai contraenti (ATO e Gestore) che ne possono assicurare la gestione più efficiente. L'allocazione dei rischi condiziona sia lo svolgimento della gestione che l'attività di controllo, e rappresenta uno degli aspetti che maggiormente condizionano le valutazioni e le decisioni dei potenziali finanziatori del Gestore.

La Convenzione deve quindi disciplinare i principali rischi, le loro possibili conseguenze nonché le eventuali forme di attenuazione e compensazione.

Le convenzioni-tipo e molte di quelle attualmente sottoscritte non sembrano regolare tutti gli aspetti di rischio e possono rappresentare un ostacolo alla gestione, al controllo e al finanziamento del servizio idrico integrato .

Ma nel servizio idrico integrato quali sono i rischi? Come nascono? Come dovrebbero essere allocati fra l'ATO e il Gestore?

Per rispondere a queste domande, almeno sotto il profilo generale, possono risultare utili due pubblicazioni della World Bank. Un esame sommario dei rischi che si possono identificare nell'organizzazione e gestione dei servizi idrici, all'interno dell'assetto previsto dalla legge 36/94, consente di individuare alcune categorie:

- **Rischi di programmazione/pianificazione:** questi rischi risultano connessi ad errori nella ricognizione delle opere, errori nella valutazione degli interventi necessari, errata stima dei costi e dei tempi di realizzazione degli investimenti; il verificarsi di tali eventi determina l'errata determinazione della tariffa, che non risulta più sufficiente a coprire i costi di gestione e, soprattutto, i costi di investimento, creando problemi di natura economico-finanziaria al Gestore. In questi casi l'ATO, essendo il titolare della funzione di pianificazione, non può non essere interessato da azioni di attenuazione dei suddetti rischi, in genere su richiesta del Gestore (ad es. mediante varianti al Piano di Ambito e ai piani operativi triennali).
- **Rischi di costruzione e completamento:** questi rischi possono essere determinati da aumenti esogeni nei costi di costruzione, ritardi per mancanza delle autorizzazioni necessarie, cambiamento tecnologico, gestione inefficiente del processo di costruzione; in linea di massima questi rischi sono a carico del Gestore, ad eccezione dei ritardi dovuti a mancanza di autorizzazioni e concessioni ove il Gestore dimostri di aver attivato tutto quanto in suo potere per ottenere tali atti autorizzatori (in tal caso la convenzione potrà prevedere forme di mitigazione del rischio).
- **Rischi domanda:** l'errata stima dei ricavi del Gestore può essere determinata da errori nella stima della domanda (ovvero del volume di acqua venduto), e/o da errori nell'articolazione tariffaria (ovvero il caso in cui la tariffa media che deriva dall'applicazione dell'articolazione tariffaria non risulta pari a quella determinata dal Piano di Ambito); nel primo caso appare corretto individuare una "compartecipazione" al rischio da parte di ATO e Gestore (prevedendo ad esempio forme di compensazione solo al di sopra di certe franchigie), nel secondo caso invece il rischio risulta interamente imputabile all'ATO, che determina unilateralmente l'articolazione tariffarie e che, quindi, in caso di errore deve intervenire per correggerla .
- **Rischi relativi agli obblighi di fornitura:** questi rischi risultano connessi alla possibilità che il Gestore incorra in penalità per il mancato raggiungimento degli standard tecnici o in penalità per il mancato raggiungimento degli standard gestionali; questi rischi non possono che gravare sul

Gestore, dipendendo esclusivamente dal suo comportamento in materia di standard tecnici e gestionali; le convenzioni potranno tuttavia prevedere forme di attenuazione di tali rischi stabilendo alcuni gradi di tolleranza del mancato raggiungimento degli standard obiettivo e, quindi, prevedendo franchigie nell'applicazione delle penali.

- **Rischio costi operativi:** tale rischio risulta associato ad eventuali errori nella stima dei costi operativi e del loro sviluppo temporale; questi errori dovranno gravare sul Gestore, rientrando nell'ineliminabile rischio di impresa di un business regolato quale il servizio idrico integrato; tuttavia occorrerà prevedere nella convenzione meccanismi di revisione della stima dei costi operativi (e quindi dello sviluppo tariffario) in occasione della revisione triennale prevista dal Metodo Normalizzato; potranno inoltre essere previsti meccanismi di ristabilimento dell'equilibrio economico-finanziario in caso di consistenti shock esogeni nel costo dei fattori produttivi del Gestore.
- **Rischi finanziari:** i rischi connessi all'inflazione e alla variazione strutturale nei mercati finanziari dovranno gravare su entrambi i soggetti contraenti, in particolare il Metodo prevede l'incremento della tariffa in base al tasso di inflazione programmato (il differenziale tra tale tasso e quello di effettivo incremento dei prezzi rappresenta la quantificazione del rischio attribuito al Gestore). Per quanto concerne crisi radicali dei mercati finanziari potrà gravare sull'ATO l'onere di ristabilire l'equilibrio economico-finanziario in caso di forti shock esogeni (si veda quanto detto sul rischio relativo ai costi operativi).
- **Rischi di regolazione:** questi rischi risultano connessi ad eventuali cambiamenti negli obiettivi e standard di servizio, cambiamenti nel sistema normativo, fiscale e amministrativo; per quanto concerne i cambiamenti negli standard obiettivo o nella normativa di settore, questi dovranno essere coperti dall'ATO mediante una tempestiva revisione del Piano di Ambito, dei piani operativi triennali e, conseguentemente, dello sviluppo tariffario; per quanto concerne invece i rischi connessi alle modifiche delle normative fiscali ed amministrative, non si potrà che farli gravare sul Gestore in quanto soggetto imprenditoriale a pieno titolo.
- **Rischi di forza maggiore:** questi rischi risultano connessi ad eventi del tutto al di fuori del controllo del Gestore e quindi non dipendenti dalla sua azione o volontà. Tali rischi dovranno gravare sull'ATO in quanto regolatore del servizio e titolare della funzione di pianificazione: questo soggetto infatti potrà gestire i rischi di forza maggiore ristabilendo l'equilibrio economico-tariffario, cioè rivedendo sostanzialmente la pianificazione degli investimenti e il relativo sviluppo tariffario.

6. Aspetti contabili e regolatori delle spese connesse al finanziamento strutturato

di Stefano Gambetti

6.1 Il trattamento contabile degli oneri finanziari e dei costi accessori ai finanziamenti

Le spese addebitate dagli istituti finanziatori a carico delle imprese connesse all'attivazione ed al mantenimento dei finanziamenti sono generalmente strutturate in forme articolate. Sotto il profilo della loro contabilizzazione i Principi Contabili Nazionali e gli International Accounting Standards (I.A.S.) prevedono un differente trattamento: poiché sia i primi che i secondi criteri trovano applicazione per le imprese operanti nel servizio idrico integrato in Italia, compito del regolatore dovrà essere quello di garantire le medesime modalità di trattamento tariffario a fronte di costi emergenti da fattispecie analoghe o assimilabili.

Il principio contabile nazionale n. 24 (Immobilizzazioni Immateriali) prescrive che *"gli oneri accessori sostenuti per ottenere finanziamenti, quali le spese di istruttoria, l'imposta sostitutiva su finanziamenti a medio termine e tutti gli altri costi iniziali, debbono essere capitalizzati nella voce "Altre immobilizzazioni immateriali". Se a seguito di istruttoria i finanziamenti non vengono concessi, i costi iniziali sostenuti debbono essere imputati a costi dell'esercizio. L'ammortamento degli oneri accessori su finanziamenti deve essere determinato sulla durata dei relativi finanziamenti in base a quote calcolate preferibilmente secondo modalità finanziarie, oppure a quote costanti [...]".* Gli oneri accessori per l'ottenimento dei finanziamenti, pertanto, pur non essendo collegati direttamente alla acquisizione o produzione interna di un bene o di un diritto, sono considerati dai Principi Contabili Nazionali come dei costi pluriennali che non esauriscono la propria utilità in un solo periodo, ma manifestano i benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi. Solamente nel caso in cui a fronte del costo sostenuto non consegua un diretto beneficio, ovvero nel caso in cui il finanziamento non venga effettivamente erogato, allora esso dovrà essere speso completamente nel Conto Economico dell'esercizio.

Gli International Accounting Standards non prevedono la capitalizzazione degli oneri accessori tra le immobilizzazioni immateriali. Lo IAS 38 (Immobilizzazioni Immateriali) stabilisce infatti che le immobilizzazioni immateriali debbano avere i seguenti requisiti essenziali, che non appaiono integralmente soddisfatti nel caso degli oneri accessori ai finanziamenti:

- Identificabilità: l'attività immateriale deve poter essere separata, scorporata e venduta separatamente dall'impresa che la detiene;
- Controllo: l'impresa che detiene l'attività immateriale deve avere il potere di usufruire dei benefici economici futuri da essa derivanti, limitandone eventualmente l'accesso da parte di terzi;
- Benefici economici: l'utilizzo dell'attività immateriale deve garantire benefici economici futuri per l'impresa che la detiene.

La contabilizzazione degli oneri finanziari e degli oneri ad essi accessori è disciplinata dallo IAS n. 23 "Oneri finanziari". Lo IAS 23 definisce gli oneri finanziari quali interessi ed altri oneri sostenuti dall'impresa per l'ottenimento dei finanziamenti. La definizione è piuttosto ampia e comprende pertanto, oltre agli interessi passivi sui finanziamenti, anche i costi accessori sostenuti dall'impresa per i loro ottenimento.

L'iscrizione degli oneri accessori può avvenire secondo due distinte modalità:

- **Benchmark treatment (trattamento di riferimento)**, in base al quale gli oneri finanziari debbono essere iscritti tra i costi del Conto Economico nell'esercizio in cui sono sostenuti secondo il principio di competenza, a prescindere dalle modalità di ottenimento dei finanziamenti.
- **Allowed treatment (trattamento alternativo)**, in base al quale gli oneri finanziari che sono direttamente imputabili all'acquisizione, alla costruzione o alla produzione di un bene che giustifica una capitalizzazione devono essere capitalizzati come parte del costo del bene stesso. Tali oneri finanziari sono capitalizzati come parte del costo del bene se è probabile che essi comporteranno benefici economici futuri per l'impresa e se possono essere attendibilmente determinati. Gli altri oneri finanziari devono essere rilevati come costo nell'esercizio nel quale sono sostenuti.

Secondo il trattamento alternativo, nella misura in cui i finanziamenti siano stati erogati specificatamente allo scopo di ottenere il bene che giustifica la capitalizzazione, essi devono concorrere a determinare il costo di acquisto del bene capitalizzato. Diversamente, nel caso di finanziamenti generici, l'ammontare degli oneri finanziari da capitalizzare deve essere determinato applicando alle spese sostenute per l'acquisto del bene un tasso di capitalizzazione dato dalla media ponderata degli oneri finanziari in essere nell'esercizio (diversi dai finanziamenti specifici).

Alla luce di quanto sopra indicato, il trattamento contabile degli oneri finanziari e dei costi accessori ai finanziamenti può essere sinteticamente riportato nella seguente tabella.

Tipologia costo	Principi contabili italiani	<i>Principi contabili internazionali IAS n. 23</i>	
		Trattamento di riferimento (benchmark treatment)	Trattamento alternativo (allowed treatment)
<i>Costi di due diligence</i>	Capitalizzazione (immobilizzazioni immateriali)	Costi di competenza (oneri finanziari)	Capitalizzazione (immobilizzazioni materiali)
Up front fee (strutturazione)	Capitalizzazione (immobilizzazioni immateriali)	Costi di competenza (oneri finanziari)	Capitalizzazione (immobilizzazioni materiali)
Commitment fee (commissione di mancato utilizzo)	Costi di competenza (oneri finanziari)	Costi di competenza (oneri finanziari)	
Margine (spread)	Costi di competenza (oneri finanziari)	Costi di competenza (oneri finanziari)	Capitalizzazione (immobilizzazioni materiali)
Agency fee (commissioni di agenzia)	Costi di competenza (costi operativi)	Costi di competenza (costi operativi)	

Da quanto sopra esposto emerge come le modalità di contabilizzazione degli oneri finanziari e dei costi accessori ai finanziamenti possano essere significativamente differenti pur a fronte di fattispecie analoghe o comunque confrontabili: il regolatore, nella determinazione della tariffa, dovrà pertanto ricondurre tali modalità di contabilizzazione ad un trattamento uniforme.

6.2 Il riconoscimento tariffario degli oneri finanziari e dei costi accessori al finanziamento.

L'art. 154 del Testo Unico in materia ambientale, Decreto Legislativo 152/06, stabilisce che la tariffa costituisce il corrispettivo del servizio idrico integrato ed è determinata in modo che sia assicurata la copertura integrale dei costi di investimento e di esercizio¹¹. L'Autorità d'Ambito, applicando i principi generali stabiliti dalla Legge ed i criteri definiti attraverso c.d. "metodo normalizzato" (D.M. LL.PP. 01.08.1996), stabilisce la tariffa applicabile per ciascuna gestione. La tariffa di riferimento è determinata secondo il seguente algoritmo.

$$T_n = (C + A + R)_{n-1} \times (1 + \Pi + K)$$

dove:

T_n è la tariffa all'anno corrente;

C è la componente dei costi operativi;

A è la componente del costo di ammortamento;

R è la componente per la remunerazione del capitale investito;

Π è il tasso di inflazione programmato per l'anno corrente;

Attraverso la tariffa l'Autorità d'Ambito assicura, sulla base delle previsioni del piano degli interventi e del piano economico-finanziario (entrambi i documenti costituiscono parte integrante del Piano d'Ambito), l'equilibrio reddituale tra costi e ricavi di competenza. In particolare, le componenti tariffarie A (ammortamento) ed R (remunerazione del capitale investito) assicurano al gestore la copertura dei costi per la realizzazione delle opere programmate e per il reperimento delle fonti finanziarie destinate alla realizzazione degli interventi, sia che esse derivino da autofinanziamento (*equity*) o da mezzi di terzi (debito).

Con riferimento alla componente R, l'art. 3.3 del Metodo Normalizzato definisce la remunerazione del capitale investito (R) come ROA (Return on Assets):

Reddito operativo / Capitale investito

dove:

¹¹ L'art. 154 del D.Lgs. 152/06 stabilisce, più in particolare, che "la tariffa costituisce il corrispettivo del servizio idrico integrato ed è determinata tenendo conto della qualità della risorsa idrica e del servizio fornito, delle opere e degli adeguamenti necessari, dell'entità dei costi di gestione delle opere, dell'adeguatezza della remunerazione del capitale investito e dei costi di gestione delle aree di salvaguardia, nonché di una quota parte dei costi di funzionamento dell'Autorità d'Ambito, in modo tale che sia assicurata la copertura integrale dei costi di investimento e di esercizio secondo il principio "chi inquina paga". Tutte le quote della tariffa del servizio idrico integrato hanno natura di corrispettivo".

Reddito operativo = ricavi meno costi della gestione caratteristica (prima della detrazione degli oneri finanziari e fiscali);

Capitale investito = immobilizzazioni materiali e immateriali al netto dei relativi fondi di ammortamento (dalle immobilizzazioni vanno eliminati i contributi a fondo perduto, nonché i finanziamenti a tasso agevolato per la parte differenziale).

Il capitale investito, in particolare, rappresenta la media dei valori del capitale iniziale e finale dell'esercizio analizzato ed esprime il valore dell'investimento medio aziendale¹². Per il primo anno di esercizio ed, in maniera analoga, per i successivi, l'espressione del capitale investito e della relativa remunerazione assumono, quindi, la seguente forma:

$$\text{Capitale investito al tempo 1} = V_0 + (I_1 - A_1)/2 = (V_0 + V_1)/2$$

$$\text{Reddito sul capitale investito al tempo 1} = t [(V_0 + V_1)/2] = R$$

dove:

- V_0 valore del capitale investito al tempo 0;
- V_1 valore del capitale investito al tempo 1;
- I_1 investimenti effettuati al tempo 1;
- A_1 ammortamenti relativi agli investimenti al tempo 1;
- t tasso di ritorno sul capitale investito;
- R remunerazione sul capitale investito.

La misura della remunerazione del capitale prevista dal Metodo Normalizzato è determinata in misura fissa pari al 7% del capitale medio immobilizzato nell'esercizio: tale componente remunera il capitale investito indipendentemente dalla struttura delle fonti di finanziamento cui attingerà il gestore (capitale proprio vs. mezzi di terzi). Il tasso di remunerazione rappresenta pertanto il rendimento medio atteso del capitale investito, ovvero il W.A.C.C. (Weighted Average Cost of Capital) assicurato per un'impresa che operi nel servizio idrico integrato:

$$\text{WACC} = [D/(D+E)] \times K_d + [E/(D+E)] \times K_e$$

dove:

- D Mezzi di terzi (debt)
- E Capitale proprio (equity)
- K_d Costo del capitale di terzi
- K_e Costo del capitale proprio

Il costo dei mezzi di terzi misura l'onere corrente che il gestore sopporta quando si finanzia con fondi presi a prestito. Il costo del capitale proprio, secondo il modello C.A.P.M. (Capital Assets Pricing Model), coincide con il rendimento richiesto dagli investitori:

¹² Con la nozione di capitale investito il legislatore fa dunque riferimento al concetto di capitale immobilizzato (al netto dei contributi in conto investimenti), e non a quella di capitale investito netto (CIN), che tiene invece conto del capitale circolante netto e di altre attività e passività non onerose a medio-lungo termine

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- K_e Costo opportunità del capitale proprio
- β Grado di sensibilità dei rendimenti dell'azione rispetto al rendimento di mercato
- R_f Rendimento dei titoli privi di rischio
- R_m Rendimento atteso costituito da un portafoglio di titoli rischiosi
- $R_m - R_f$ Premio per il rischio di mercato

In generale, pertanto, **la componente tariffaria R è destinata a remunerare tutti i costi che l'impresa regolata deve sostenere per il reperimento delle fonti finanziarie**, siano esse già disponibili in azienda (autofinanziamento) oppure debbano essere richieste ai propri azionisti (aumenti di capitale) o ancora debbano essere reperite sul mercato dei capitali (debito a breve o a lungo termine). In altre parole, **ai fini tariffari gli oneri accessori ai finanziamenti dovranno essere trattati secondo le medesime modalità degli oneri finanziari**.

Nella determinazione della tariffa del servizio idrico integrato, tutti i costi sostenuti dall'impresa per il reperimento di tali fonti, a prescindere dalle modalità della loro contabilizzazione, dovranno essere esclusi dai costi operativi di esercizio e, se capitalizzati, non potranno neppure concorrere alla determinazione dello *stock* di capitale investito oggetto di remunerazione. In caso contrario si verificherebbe una "doppia tassazione", in quanto il medesimo costo verrebbe riconosciuto una prima volta attraverso la componente tariffaria C (costi operativi, nel caso in cui i costi siano spesi nell'esercizio) od A (ammortamenti, nel caso in cui i costi siano rilevati come oneri pluriennali o attribuiti al cespite finanziato) ed una seconda volta attraverso la componente R (remunerazione del capitale investito).

Sotto un profilo operativo tale approccio comporta che nel caso in cui gli oneri accessori siano rilevati nel bilancio come immobilizzazioni immateriali, il relativo ammortamento non potrà essere riconosciuto ai fini tariffari. Analogamente, nei casi in cui gli oneri finanziari ed i relativi costi accessori siano stati capitalizzati assieme al cespite che hanno contribuito a finanziare, l'ammortamento eligibile ai fini tariffari dovrà essere valutato con riferimento al solo cespite al netto degli oneri finanziari capitalizzati. Infine, anche nel caso in cui i costi accessori per l'attivazione del finanziamento siano spesi nel Conto Economico come costi operativi di periodo, essi non dovranno concorrere alla formazione della componente tariffaria C (costi operativi).

Possono costituire eccezione a quanto sopra esposto i costi di agenzia, ovvero i costi di natura ricorrente sostenuti dall'impresa per la gestione ordinaria del rapporto contrattuale con la banca (o il pool di banche) finanziatrici. Tali oneri debbono ritenersi costi ordinari di natura amministrativa e possono concorrere pertanto alla formazione della componente tariffaria C (costi operativi).

In conclusione, attraverso l'applicazione dei criteri sopra rappresentati il regolatore garantisce parità di trattamento tariffario ai gestori rispetto a fattispecie analoghe o confrontabili, in quanto le modalità di contabilizzazione adottate per la rappresentazione degli oneri finanziari e dei costi accessori del finanziamento stesso sono pertanto neutrali rispetto alle scelte tariffarie del regolatore¹³.

¹³ Se si ipotizzasse, ad esempio, che le commissioni di up-front fossero addebitate all'impresa sotto forma di maggiorazione dello spread (margine) concesso sul finanziamento, il maggior costo del servizio del debito non determinerebbe alcuna compensazione tariffaria a beneficio del gestore. Ne deriva pertanto che, anche nel caso di commissioni addebitate in forma di *una tantum*, esse non potranno determinare una variazione in aumento della tariffa del servizio idrico integrato.

7 Ricognizione sui finanziamenti attivati

di Alessandro Mazzei

Uno degli obiettivi della legge Galli¹⁴ consisteva nel passare da un sistema nel quale i contributi dalla fiscalità generale coprissero gli eventuali deficit gestionali e in massima parte gli investimenti ad un sistema finanziato prevalentemente tramite i ricavi da tariffa. Tuttavia, l'esperienza degli ultimi decenni evidenzia un sistema bloccato che stenta a decollare ove gli effetti combinati di contenimento degli incrementi a livelli tariffari fra i più bassi in Europa, le stime troppo ottimistiche contenute nei piani in relazione al contenimento dei costi gestionali, ai volumi fatturati e alle tariffe realmente incassate in vaste aree del paese, si traducono inevitabilmente in una contrazione della capacità di spesa per investimenti.

La finanza da tariffa, cioè i mutui bancari concessi o i bonds emessi da società affidatarie che vengono ripagati principalmente con i proventi tariffari e senza ricorso a trasferimenti a fondo perduto in conto capitale, è possibile solo negli ATO che hanno effettuato l'affidamento a lungo termine.

Dal punto di vista teorico si possono distinguere¹⁵ due forme di finanza da tariffa, che spesso nella pratica si presentano con varianti e combinazioni:

- Modello "Corporate Finance", nel quale i finanziatori accordano credito al promotore del progetto sulla base della sua solidità finanziaria intrinseca e capacità di ripagare il debito tramite i suoi durevoli flussi di cassa; in questo caso il servizio al debito è disgiunto dal rischio legato allo specifico progetto ed è legato al rischio di insolvenza complessiva dell'impresa;
- Modello "Project Finance", nel quale il progetto è realizzato e finanziato attraverso una società di progetto appositamente costituita (Special Purpose Vehicle o SPV); la valutazione di bancabilità dipende dall'analisi della capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti per ripagare il debito, dalla quota di capitale propria della SPV, dal valore degli attivi del progetto e dalla distribuzione dei rischi intrinseci del progetto, compresi quelli di revoca della Concessione.

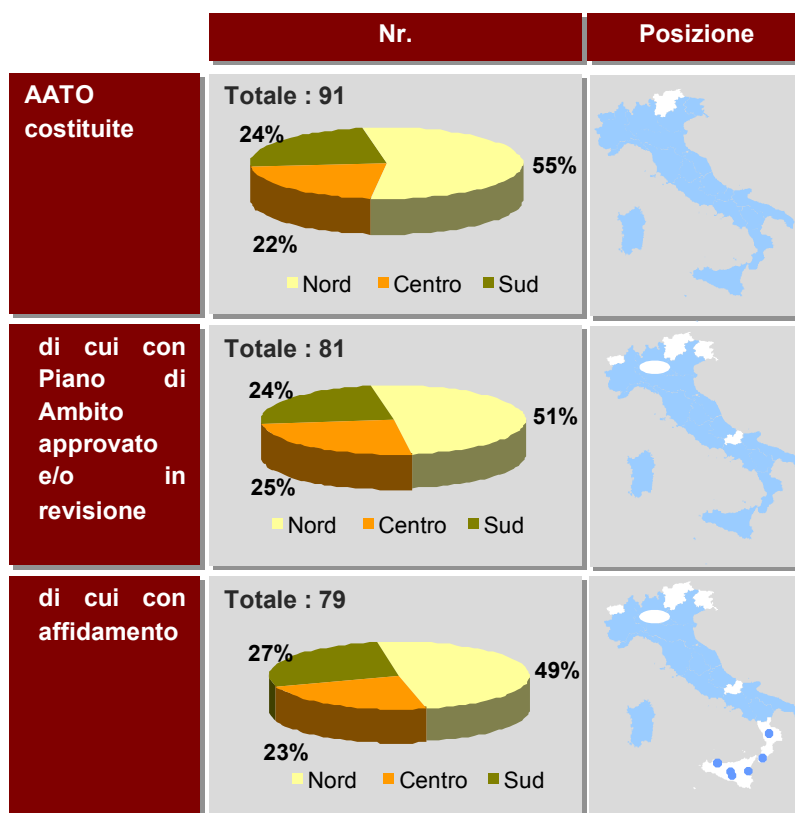
L'adozione di un approccio di *Project Finance* nel finanziamento di opere attinenti al servizio idrico integrato risulta particolarmente difficoltosa, a causa delle specifiche caratteristiche del servizio che non sembrano adattarsi completamente a tale tipo di approccio, che consiste essenzialmente nel finanziamento di un progetto individuando investitori e finanziatori disposti, dietro il rilascio di adeguate garanzie, ad affidare il rimborso del credito ai flussi di cassa originati dal progetto stesso.

Come si è detto, comunque, il primo elemento essenziale per realizzare finanziamenti sostanzialmente basati sui revenues da tariffa è rappresentato dall'affidamento a lungo termine del servizio idrico integrato. La figura che segue mostra la situazione degli affidamenti nel nostro Paese come risultante dalla Relazione COVIRI del 2007.

¹⁴ In realtà la cosiddetta Legge Galli, ovvero la legge n. 36 del 05/01/1994, risulta abrogata e integralmente sostituita dal D. Lgs 152/06, che tuttavia ne ripropone, precisandoli e aggiornandoli, le caratteristiche di fondo e i principi ispiratori.

¹⁵ Blue Book 07, Luglio 2007.

Figura 1 – La situazione degli affidamenti



In molti ATO in cui è avvenuto l'affidamento, negli ultimi mesi, si è proceduto o si sta procedendo ad effettuare operazioni di finanziamento del complesso degli investimenti previsti nei Piani di Ambito, adottando spesso un approccio di finanza di progetto, ovvero con operazioni strutturate senza il ricorso o con ricorso limitato alle garanzie dei soci della società affidataria del servizio.

La tabella che segue riporta le operazioni avviate o in fase di svolgimento alla data del maggio 2008. Come si può notare, le operazioni sinora concluse sono solo quattro, ma risultano avviate un'altra quindicina di operazioni riguardanti altrettanti ATO. Le operazioni avviate o concluse riguardano complessivamente un montante di investimenti di oltre 7 miliardi di euro per l'intera durata delle concessioni.

Inoltre, le operazioni in corso riguardano indifferentemente società interamente pubbliche, miste o interamente private, a dimostrazione che tale aspetto risulta sostanzialmente ininfluenza ai fini del finanziamento dell'iniziativa, essendo altri i fattori che determinano la bancabilità di tali operazioni (si veda il cap. 4 del presente documento).

Tabella 1- Operazioni avviate o in fase di svolgimento alla data del Maggio 2008

Stato del finanziamento	ATO	Tipo di gestione	Denominazione del gestore	Investimenti (milioni di euro)
Concluso	Orientale-Gorizia	SpA pubblica	IRISacqua SpA	235
	La Spezia	SpA pubblica	ACAM Acque SpA	240
	Basso Valdarno (PI)	SpA mista	ACQUE SpA	680
	Alto Valdarno (AR)	SpA mista	Nuove Acque SpA	202
	Latina	SpA mista	Acqualatina SpA	338
In corso	Verbano, Novara	SpA pubblica	Acqua Novara.VCO SpA	450
	Alto Veneto	SpA pubblica	BIM Gestione Servizi Pubblici SpA	172
	Veronese	SpA pubblica	Acque Veronesi Scarl	732
	Centro Ancona	SpA pubblica	Multiservizi SpA	446
	Sud Ascoli Piceno	SpA mista	Cicli Integrati Impianti Primari SpA	46
	Toscana Nord	SpA mista	GAIA SpA	435
	Toscana Costa (LI)	SpA mista	ASA SpA	354
	Ombrone (SI-GR)	SpA mista	Acquedotto del Fiora SpA	434
	Foligno	SpA mista	Valle Umbra Servizi SpA	230
	Viterbo	SpA pubblica	Talete SpA	360
	Sarnese Vesuviano	SpA mista	Gori SpA	1.137
	Crotone	SpA pubblica	SoaKro SpA	161
	Enna	Concessione a terzi	Acquaenna SCpA	291
	Caltanissetta	Concessione a terzi	Acque di Caltanissetta SpA	319
Siracusa	Concessione a terzi	Sogeas ATO Idrico 8 SpA	486	
TOTALE				7.748

Fonti: Nostre elaborazioni su dati tratti dal Rapporto COVIRI 2008 e dal Blue Book 2006

Analizzando più da vicino una singola operazione conclusa, si può osservare che generalmente l'operazione risulta costituita da tre linee distinte per funzione:

Term Facility: volta a finanziare l'attività di investimento e, in una prima fase, a sostituire l'indebitamento a breve esistente;

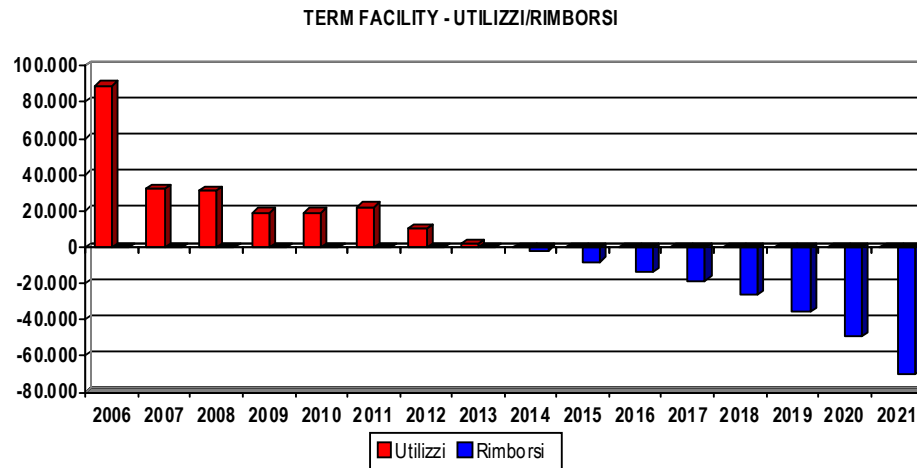
VAT Facility: destinata a fronteggiare le eccedenze di credito IVA, tenuto conto dei ritardi di pagamento da parte degli Uffici Finanziari;

Liquidity Facility: linea straordinaria di garanzia, in caso di difficoltà nei periodici pagamenti connessi alle due linee precedenti.

In alcuni casi, si è resa necessaria un'ulteriore linea di finanziamento per l'anticipazione dei finanziamenti pubblici connessi con la realizzazione degli investimenti del servizio idrico integrato.

La Term Facility viene utilizzata progressivamente con la realizzazione degli investimenti e in base all'avanzamento dei lavori fino al massimale concesso; al termine di questa fase di utilizzo (tiraggio) della linea di credito, inizia la fase del rimborso in funzione delle risorse generate dalla gestione corrente.

Il grafico successivo mostra il normale andamento dell'utilizzo e del rimborso della linea di credito principale di un'operazione di project finance nel settore idrico, il cui rimborso, in ogni caso, deve terminare entro la fine della concessione del servizio alla società veicolo dell'operazione.



L'utilizzo della **VAT Facility**, invece, risulta dipendente principalmente dall'andamento dei ricavi da tariffa e da quello degli investimenti, il cui saldo di cassa nei primi anni genera normalmente consistenti crediti IVA che devono essere finanziati mediante tale linea di credito.

La **Liquidity Facility** teoricamente non dovrebbe mai essere utilizzata, in quanto l'utilizzo e il rimborso delle due precedenti linee di credito dovrebbe essere in equilibrio e soddisfare l'intero fabbisogno finanziario generato dalla gestione operativa e dagli investimenti. Tuttavia, soprattutto nella fase di start up si può generare un fabbisogno per il circolante che viene soddisfatto mediante questa apposita linea di finanziamento. In aggiunta a ciò, in alcuni casi si prevede una linea ulteriore (**Overdraft Facility**) non legata alla descritta operazione di finanziamento, il cui fine è volto a soccorrere la Società in presenza di temporanei e brevi squilibri di circolante.

Le tre linee di finanziamento hanno costi diversi comunque così articolati:

- Una commissione di arrangement;
- Una commissione di mancato utilizzo;
- Un interesse per l'importo utilizzato;

Generalmente il tasso di interesse delle linee di credito si basa su di un tasso variabile (es. IRS a 15 anni) con l'aggiunta di uno spread, anche se di solito è previsto che una parte consistente del debito esistente venga coperto a fronte dei rischi di tasso (operazione di hedging).

Per quanto concerne il sistema di garanzie e vincoli, per un'operazione di questo tipo normalmente vengono adottate le seguenti garanzie e vincoli:

1. Pegno sui conti correnti;
2. Privilegi sugli asset aziendali;
3. Limitazioni all'erogazione di dividendi e necessità di ricorrere ad interventi degli Azionisti, in caso di squilibri finanziari;
4. Elaborazione di adeguate informative sulla gestione, mediante appositi report predisposti da consulenti indipendenti.

Nel caso di società mista pubblico-privata, è stato inoltre richiesto il pegno sulle azioni del partner privato e l'obbligo, da parte dei Soci Pubblici, di garantire la maggioranza pubblica della Società.

Riferimenti bibliografici

- AAVV (1994). *Municipal water and wastewater rate manual. A new approach to rate setting*. Canadian Water & Wastewater Association and The Rawson Academy of aquatic science, Ottawa, Ontario.
- Armstrong M., Cowan S., Vickers J. (1994), *Regulatory Reform. Economic Analysis and British Experience*. The MIT Press, Cambridge.
- Anwandter L., Rubino P. (2006), "Perché la finanza privata assèta il settore idrico? Sette proposte per sette ragioni", *Mercato Concorrenza Regole*, Issue 1
- Ashley R., Cashman A., (2006). The impacts of Change on the Long-term Future Demand for Water Sector Infrastructure. In: OECD (2006). *Infrastructure to 2030. Telecom, Land Transport, Water and Electricity*. OECD Publishing, Paris.
- Bakovic T., Tenenbaum B., Woolf F. (2003), *Regulation by Contract. A new Way to Privatize Electricity Distribution?*. World Bank Working Paper no. 14, The World Bank, Washington. D.C.
- Bardelli, L. (2000), *La regolazione tariffaria dei servizi idrici in applicazione della legge Galli*, Osservatorio dei mercati dei servizi pubblici locali, Confservizi Cispel, Roma.
- Beecher J. A., Mann P.C., Landers J.R. (1991). *Cost allocation and rate design for water utilities*. AWWA Research Foundation.
- Beecher J.A., Mann P.C., Satnford J.D. (1993). *Meeting water utility revenue requirements: financing and reatemaking alternatives*. The National Regulatory Research Institute, NRRI 93-13, Columbus, Ohio.
- Benninga S. (2001) Modelli finanziari - la finanza con excel, Milano, Mc Graw-Hill.
- Bonbright J. C., Danielsen A.L., Kamershen D.R. ((1988). *Principles of Public Utility Rates*. Public Utilities Report Inc., Arlington, Virginia.
- Brealey R., Myers S., Allen F., Sandri S., "Principi di finanza aziendale", Mc Graw – Hill 5[^] ed.
- Camera dei Deputati (1993), *Risorse idriche (A.C. 512 e A.C. 1397/B): testo approvato dalla Camera e modificato dal Senato, Iter alla Camera: n,70/II XI legislatura - dicembre 1993*. Camera dei deputati, Servizio Studi.
- Canitano G., Di Laurea D., Doni N. (2006), "Le scelte degli enti locali nella regolazione del servizio idrico integrato", in Marrelli M., Padovano F., Rizzo I., *Servizi pubblici. Nuove tendenze nella regolamentazione, nella produzione e nel finanziamento*, Franco Angeli, 2007
- Castalia (2004), *Key Contractual Provisions for Long-Term Public-Private Partnerships in Water Supply and Sanitation*, World Bank, mimeo
- Clemens E.W. (1957). *Economia dei servizi di pubblica utilità*. Utet, Torino.
- Comitato per la vigilanza sull'uso delle risorse idriche (1998) Istruzioni per l'organizzazione uniforme di dati e informazioni a delineaazione del percorso metodologico per la redazione dei piani d' ambito ai fini della gestione del servizio idrico integrato - Circolare
- Comitato per la vigilanza sull'uso delle risorse idriche (2002), *Proposta al Ministro dell'ambiente e della tutela del territorio di revisione del D.M. 1° agosto 1996: Metodo normalizzato per definire le componenti di costo e determinare la tariffa di riferimento del servizio idrico integrato*. Roma, 23 maggio 2002.
- Comitato per la vigilanza sull'uso delle risorse idriche (2002a), *La convenzione tipo del servizio idrico integrato nella legislazione e nella normativa regionale*, a cura di Elena Bartoli, Nicola Doni e Renato Cocchi. Roma, novembre.
- Comitato per la vigilanza sull'uso delle risorse idriche (2004), *Relazione annuale al Parlamento sullo stato dei servizi idrici*. Anno 2003. Roma.
- Comitato per la vigilanza sull'uso delle risorse idriche (2004a), Terzo rapporto sullo stato di avanzamento della legge 5 gennaio 1994, n.36. Roma, luglio.
- Comitato per la vigilanza sull'uso delle risorse idriche (2008). *Rapporto sullo stato dei servizi idrici. Stato di attuazione, Investimenti, Tariffe*. Roma, Marzo.
- Cook, J. (1999), "Regulation by Contract: a Lender's Perspective on Concession Regimes", in Basañes F., Uribe E., Willig R., *Can Privatization Deliver? Infrastructure for Latin America*, Inter-American Development Bank

- Di stefano G., Benassi M. (2006) *Analisi finanziaria aziendale*, Sperling & Kupfer Editori.
- Facchinetti I. (2005) *Rendiconto finanziario e analisi dei flussi*, Milano, Il Sole 24 Ore.
- Finnerty J. D. (2007) *Project financing - Asset-based financial Engineering*, John Wiley & Sons.
- Franzoni L. A. (2003), *Introduzione all'economia del diritto*. Il Mulino.
- Friedman D.D. (2004), *L'ordine del diritto*, Il Mulino.
- Gatti S. (2006) *Manuale del project finance*, Milano, Bancaria Editrice.
- Gazzetta Ufficiale, n. 14 (19 gennaio 1994), *L. 5 gennaio 1994, n. 36 – Disposizioni in materia di risorse idriche*.
- HM Treasury (2007), *Standardisation of PFI Contracts. Version 4*, March
- ISTAT (1991), *Acquedotti e reti di distribuzione di acqua potabile in Italia: anno 1987*. ISTAT, Roma.
- ISTAT (1991a), *Approvvigionamento idrico, fognature e impianti di depurazione in Italia: anno 1987*. ISTAT, Roma.
- Kerf M., Gray D. R., Irwin T., Levesque C., Taylor R.R. (1998), *Concession for infrastructure – A guide to their design and award*. World Bank Technical paper n. 399. The World Bank, Washington DC.
- Lee T., Oliver J., Teniere-Buchot P., Travers L., Valiron F. (2001). Economic and financial aspect. In Maksimovic C., Tejada-Guibert J.A.. *Frontiers in Urban Water Management. Deadlock or Hope*. IWA Publishing, London.
- Maksimovic C., Tejada-Guibert J.A.. *Frontiers in Urban Water Management. Deadlock or Hope*. IWA Publishing, London.
- Milgrom P., Roberts J. (1994), *Economia Organizzazione e Management*. Il Mulino.
- Moretti P. (2005) "*Capitalizzazione degli oneri finanziari*" tratto da *Corriere Tributario* n. 2/2005
- Napolitano G., (2005), *Regole e mercato nei servizi pubblici*. Il Mulino.
- Noll, R. G. (2002). "The economics of urban water system". In: Shirley, M.M. (ed.). *Thirsting for efficiency. The economics and politics of urban water system reform*. The World Bank, Published by Elsevier.
- OECD (2006). *Infrastructure to 2030. Telecom, Land Transport, Water and Electricity*. OECD Publishing, Paris.
- Palaniappan M., Cooley H., Gleick P. (2007). Water infrastructure and water- related services: trends and challenges affecting future development. In: OECD (2007). *Infrastructure to 2030. Vol. 2 – Mapping policy for electricity, water and transport*. OECD Publishing, Paris.
- Passarelli M., Danesi L., Peruzzi P. (2005), *Water services Reform in Italy: its impacts on regulation, investments and affordability*, WATER POLICY, forthcoming.
- Pedriali F. (a cura di) (2006) "*Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*", Hoepli
- Pretetto A. (2005), *Teoria dei contratti e regolamentazione dei servizi pubblici locali*. ANEA, Palermo, mimeo.
- Raggetti R., Lucarelli C. (2001), "*Gli aspetti finanziari innovativi della riorganizzazione della gestione dei servizi idrici. La fattibilità di operazioni di Project financing, cartolarizzazione e fondi chiusi*", Franco Angeli Editore
- Santini R. (2007) *Piani finanziari e valore d'impresa*, Bologna, il Mulino.
- The World Bank (1997), *Toolkit Private Participation in Water and Sanitation*. The World Bank, Washington, DC.
- Vickers J., Yarrow G. (1988), *Privatization. An economic analysis*. The MIT Press, Cambridge.
- Winpenny J. (2003). *Financing Water For All*. Report of the World Panel on Financing Water Infrastructure, World Water Council 3rd World Water Forum Global Water Partnership Chaired By Michel Camdessus. March.

Notizie sugli Autori

Paolo Peruzzi è coordinatore tecnico dell'ANEA e direttore dell'AATO 3 Medio Valdarno (Firenze), già componente del COVIRI (2000-2005) e direttore di Proaqua (ora Utilitatis) (1995-2000).

paolo.peruzzi@associazioneanea.it

Leonardo Nucara è senior manager nel team di Project Finance della BNL – Divisione BNPP – CIB – Structured Finance. Già Responsabile del Project Finance della BNL, responsabile della Finanza Internazionale del gruppo Telecom Italia e funzionario alla Tesoreria e Mercati Finanziari della Direzione Finanza di ENEL.

leonardo.nucara@bnpparibas.com

Enrico Maria Peruzzi è Direttore Generale dell'Azienda Regionale per il diritto allo studio universitario della Toscana. Ha ricoperto incarichi dirigenziali occupandosi in particolare della contrattualistica, degli appalti e contratti in varie aziende di servizi pubblici locali ed ha fatto parte dell'EPPG (*European Public Purchasing Group*) organismo di supporto alla redazione del *green paper* sugli appalti in ambito comunitario.

e.peruzzi@dsu.fi.it

Enrico Passerini è funzionario dell'AATO 1 Toscana Nord ed è co-autrice di vari articoli sul servizio idrico integrato in Italia, pubblicati su riviste nazionali e internazionali.

e.passerini@ato1acqua.toscana.it

Stefano Gambetti è dal 2004 il funzionario responsabile dell'area di regolazione e tutela del consumatore dell'Autorità d'Ambito Bacchiglione con sede in Padova. Si occupa dei contratti di servizio con i quattro gestori affidatari nell'ambito territoriale, della pianificazione economico-finanziaria, della programmazione tariffaria e dei rapporti con i consumatori.

stefano.gambetti@atobacchiglione.it

Alessandro Mazzei è direttore dell'Autorità di Ambito n. 2 Basso Valdarno e coordinatore della commissione nazionale su "Attività di controllo sul gestore e tutela del consumatore" dell'ANEA, già consulente del Ministero dell'Economia e membro del "Gruppo Risorse Idriche" del Ministero per le Politiche Agricole e Forestali.

a.mazzei@ato2acqua.toscana.it

Giovanni Canitano è dottore di ricerca in economia dello sviluppo e svolge attività di consulenza per conto di istituzioni pubbliche, centri di ricerca nazionali e internazionali, università e organizzazioni internazionali.

gcanitano@inwind.it

Letizia Danesi è funzionario dell'Ufficio Tariffe dell'AATO 3 Medio Valdarno (Firenze) ed è co-autrice di vari articoli sul servizio idrico integrato in Italia, pubblicati su riviste nazionali e internazionali.

letizia.danesi@ato3acqua.toscana.it

L'A.N.E.A. (Associazione Nazionale Enti e Autorità di Ambito) è un'associazione senza fini di lucro, costituita nel maggio 2004, espressione dell'autonoma volontà delle singole Autorità o Enti di Ambito istituite nelle diverse aree regionali, in attuazione della Legge 5 gennaio 1994, n.36, ("Disposizioni in materia di risorse idriche") per la riorganizzazione del Servizio Idrico Integrato.

© ANEA 2008

A.N.E.A. - Corso d'Italia n. 83, 00198 – Roma - Tel 06 97998214 - Fax 06 97998217 -segreteria@associazioneanea.it
Per informazioni sull'attività, documenti e pubblicazioni visitate il sito web www.associazioneanea.it