

Edilizia e Territorio

Dossier Ppp/4. Linee guida Anac importanti, ma non prive di errori economico-finanziari

1 maggio 2018 - Veronica Vecchi (*)

In ogni caso deve crescere la cultura tecnica della Pa e la capacità di «sartorializzare» le istruzioni. Rischio operativo anche nei Pf freddi



(*) Associate Professor of Practice, SDA Bocconi School of Management, coordinatore scientifico di Bocconi MP3 (l'osservatorio dedicato alle partnership pubblico-privato), componente del gruppo di lavoro Mef/Rgs sulla bozza di convenzione standard e del nucleo valutazione investimenti del ministero della Salute

[Le Linee Guida ANAC sul Monitoraggio dei Contratti di PPP](#), approvate il 28 marzo 2018, rappresentano un importante passo in avanti per assicurare l'utilizzo adeguato del Partenariato Pubblico Privato in Italia. Esse forniscono principi fondamentali, non solo per il monitoraggio, ma anche e soprattutto per la corretta strutturazione di questi contratti complessi. Infatti, solo una strutturazione robusta, basata su una allocazione rigorosa dei rischi, incardinata nel contratto e nel Piano Economico e Finanziario (PEF), consentono il conseguimento del Value for Money (efficienza, efficacia ed economicità) e, quindi, del valore aggiunto di una operazione di PPP.

Prima di commentare le Linee Guida, specie da un punto di vista economico e finanziario, è utile analizzare le direttrici attorno cui un contratto di PPP deve essere strutturato. Direttrici che rendono questi contratti complessi, ma anche, se ben concepiti, un fondamentale volano per riattivare la capacità del nostro Paese, delle nostre imprese e delle nostre Istituzioni, di realizzare investimenti, offrendo una "classe di investimento" per trattenere in Italia l'importante liquidità disponibile. A titolo di esempio si ricorda che **oltre il 90% delle risorse dei fondi pensione Italiani investite in Equity vanno all'estero**. Si tratta di un dato estremamente negativo, poiché significa che la liquidità dei nostri cittadini, di coloro che usano e che necessiterebbero di migliori infrastrutture e servizi, non trova impiego in Italia, ma altrove. Questo dovrebbe richiamare l'attenzione della classe politica verso un "rilancio del PPP", non solo come strumento contrattuale ma anche come politica economica.

Quando si struttura una operazione di PPP è necessario, in primis, definirne i suoi obiettivi, che devono essere per loro natura di tipo strategico. Infatti, solo la necessità di perseguire obiettivi strategici, e non ordinari, è alla base, da un punto di vista manageriale, della scelta di una forma di partnership in luogo di un tradizionale appalto. Se gli obiettivi da perseguire sono quindi strategici e non ordinari, ne deriva che l'operatore economico deve essere incentivato verso il co-perseguimento, con la PA, di questi obiettivi. La responsabilizzazione passa attraverso l'allocazione di rischi, che, se non gestiti, devono generare delle perdite economico-finanziarie per l'operatore economico. Esattamente come avviene in una normale attività di impresa: il driver alla base di una continua capacità di adattamento, di innovazioni e investimenti è l'incremento del valore dell'impresa e la sua profittabilità.

Questi incentivi, che passano attraverso l'allocazione di rischi, che se non gestiti comportano l'impossibilità di coprire i costi di gestione e di investimento, richiamano il concetto di rischio operativo, elemento che distingue un appalto da una concessione. Pertanto, un vero PPP deve necessariamente essere concepito come concessione.

[Come ribadito da ANAC](#) (punto 2.1), **il rischio operativo non è un rischio a sé stante**, come spesso capita di leggere in alcune matrici di rischio prodotte negli ultimi mesi. Esso è il combinato disposto di una serie di rischi, tra cui quello di costruzione, di domanda, di disponibilità e finanziario.

ANAC presenta una lunga disamina, a carattere esemplificativo, dei principali rischi di una operazione di PPP, con il forte limite, però, di concentrare la propria analisi sulle infrastrutture "hard" (con una forte componente di lavori). Da questo punto di vista, è importante, che le amministrazioni e gli operatori economici sappiano cogliere i principi essenziali di queste linee guida, per intraprendere un percorso di puntuale definizione del significato di rischio operativo riferito a ciascuna operazione, perché solo in questo modo si potranno raggiungere quegli obiettivi strategici alla base della scelta dello strumento del PPP.

Peraltro, sarebbe fondamentale, che ogni operazione di PPP venisse corredata da una **quantificazione del rischio operativo**, affinché si abbia la prova numerica che questo rischio operativo esiste effettivamente. In questo, la necessità di iniziare a "riflettere" sulla probabilità di manifestazione e sui costi associati alla manifestazione del rischio è un input fondamentale fornito dalle linee guida. Sarà un cammino da intraprendere in considerazione del fatto che oggi i dati a disposizione, sia nel mercato sia nella PA, sono abbastanza scarsi.

L'allocazione del rischio operativo, ampiamente inteso e da declinare e sartorializzare caso per caso, come detto, è alla base di due elementi fondamentali per una corretta gestione degli investimenti pubblici.

In primis, una operazione di PPP deve essere conveniente. L'Italia, come molti altri paesi, ha sempre e sta continuando a guardare (si vedano per esempio le raccomandazioni della Corte dei Conti in relazione agli investimenti sanitari – Deliberazione 9 marzo 2018, n. 4/2018/G), in modo erroneo e parziale, all'esperienza anglosassone nel PPP. Questo è avvenuto anche con il recepimento, *tel quel*, della metodologia anglosassone per l'analisi di Value for Money, disegnata per rispondere all'assetto di governance anglosassone. Quindi, l'efficacia, intesa come capacità di risposta ai fabbisogni, veniva interiorizzata dagli inglesi attraverso la scelta di un tasso di attualizzazione di tipo sociale; oppure il comparatore tradizionale (PSC – Public Sector Comparator) era basato sull'assunzione che l'alternativa finanziaria al PPP fosse l'utilizzo di entrate erariali (modello pay as you go).

Le competenze peculiari sviluppate in questo paese in materia di PPP hanno portato nel tempo a concepire analisi ben più sofisticate di Value for Money, in modo sartorializzato rispetto agli specifici progetti, perché, anche rispetto all'analisi di convenienza, non è possibile pensare di applicare *tel quel* un rigido schema valutativo, pena la scelta ex ante del PPP come soluzione ottimale che poi, in fase di esecuzione, si mostra non sostenibile. Esattamente come è accaduto nel Regno Unito.

Peccato che molti guardino ancora al modello anglosassone, da questo punto di vista, come un faro, senza accorgersi dell'accumulo di competenze avvenuto anche in Italia, anche grazie alla "ristrutturazione" di molti progetti per renderli più sostenibili e convenienti.

L'analisi di convenienza deve essere un processo interattivo e non un esercizio teorico. Essa deve poter influenzare la strutturazione del contratto, in termini di definizione del perimetro contrattuale, di allocazione dei rischi e di strutturazione del PEF (definizione dei costi e del meccanismo di pagamento). Nell'analisi di convenienza, come ricorda il Codice, all'[art. 182](#) comma 3, vi deve essere anche una analisi degli impatti. E questo si ricollega strettamente al raggiungimento di obiettivi strategici del PPP, che deve chiaramente generare una addizionalità sociale non possibile con un contratto tradizionale.

Il secondo elemento da considerare, collegato all'allocazione del rischio, è **la contabilizzazione del PPP**. E' evidente che per molto tempo le amministrazioni si sono affacciate al PPP come modalità per superare i vincoli di bilancio e per contabilizzare non a debito l'investimento. La contabilizzazione off-balance delle operazioni di PPP, specie quelle in cui il principale pagatore è la PA, va a braccetto con il modo in cui i rischi sono modellizzati nel contratto. Un elemento essenziale alla base del **manuale Eurostat** è il **concetto di risk & rewards**, che spesso cozza con una impostazione più conservativa del PPP, volta a limitare la capacità di profitto dell'operatore economico. *Il principio è chiaro: l'operatore economico deve assumersi dei rischi, veri, e questo deve comportare conseguenze, positive o negative, in termini di profittabilità.*

Se questo concetto non viene interiorizzato, dal mercato e dalle PA, sarà sempre più difficile poter contabilizzare queste operazioni off-balance per le amministrazioni.

Da questo punto di vista, un importante strumento di soft law, sarà presto disponibile: **la bozza di convenzione della Ragioneria Generale dello Stato**, redatta nell'ambito di un gruppo di lavoro multidisciplinare che ha portato nel lavoro, in modo rigoroso, l'esperienza sul campo e le raccomandazioni delle istituzioni comunitarie, tra cui Eurostat ed Epec. La bozza di convenzione limita in modo significativo le cause di rinegoziazione del PEF e da questo punto di vista le linee guida di ANAC potrebbero in parte risultare superate, in quanto, in più parti si legge nella rinegoziazione del PEF il principale driver per la riduzione del rischio in capo all'operatore economico durante l'esecuzione del contratto.

ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIA DELLE LINEE GUIDA ANAC

Fatte queste premesse, di public management, si passa ora ad analizzare da un punto di vista economico e finanziario [le linee guida di Anac](#).

Come già scritto, **i principi contenuti devono guidare la strutturazione del contratto e non solo il suo monitoraggio.**

Ciò significa che nella concettualizzazione del contratto, **deve essere chiaro che il rischio deve essere un elemento dinamico, deve, cioè, permanere nel contratto.**

Vi sono alcuni rischi che si esauriscono nel tempo, come per esempio quello di costruzione, ma anche quello finanziario. Con riferimento a quest'ultimo, esso assume il suo massimo picco nel periodo che intercorre dall'aggiudicazione del contratto alla stipula del financial close, quando generalmente viene fissato un tasso fisso per il finanziamento del progetto. Da questo punto di vista, è molto importante quanto affermato al **punto 2.8.2**, basato sulle osservazioni giunte in fase di consultazione, ovvero che le amministrazioni devono valutare che il costo del debito e dell'equity siano appropriati e non sovrastimati, onde evitare un "annacquamento" del rischio finanziario. Di tenore analogo è un'altra importante raccomandazione, quella del **punto 2.7** riferita alla stima dei ricavi. Se i ricavi

sono sottostimati, o se la domanda è rigida, non vi sarà alcun rischio di domanda. Alcuni operatori economici, specie su progetti greenfield, potrebbero essere restii ad assumersi il rischio di domanda, oppure vi potrebbe essere una diversa percezione del rischio di domanda tra PA e mercato. Una soluzione a questo problema non può essere la garanzia di minimo ricavo, che automaticamente obbligherebbe la contabilizzazione on-balance, oltre a creare un forte disincentivo all'efficienza da parte dell'operatore economico. In tali casi è preferibile, eventualmente, laddove possibile, un sostegno al progetto mediante un contributo a fondo perduto con una clausola di revenue sharing, nel caso in cui i ricavi effettivi dovessero essere superiori a quelli previsti.

Punto critico è il 5.6 riferito al fatto che le amministrazioni possono richiedere agli operatori economici di riportare nel PEF i costi di copertura e di gestione dei rischi. Questo elemento va ben capito. Da un punto di vista finanziario il rischio consiste nella variabilità di un valore atteso. Se nel PEF i costi sono corretti per tenere conto delle azioni necessarie per prevenire o gestire i rischi, significa che l'operatore economico non si assume alcun rischio, proprio perché l'equilibrio economico e finanziario è stato definito in modo risk-adjusted. Pertanto, quanto scritto dall'ANAC va interpretato nel senso che un allegato al PEF, e quindi alla relazione, deve contenere una simulazione delle conseguenze sull'equilibrio economico e finanziario della manifestazione dei rischi. Questa è esattamente quella quantificazione del rischio operativo di cui si faceva cenno sopra. E va anche detto che non possono essere considerati, in questo esercizio, tutti i rischi in modo cumulato, in considerazione del fatto che sarà assai improbabile che tutti i rischi si verifichino contemporaneamente.

In relazione alle **modalità di definizione dell'equilibrio economico e finanziario**, il precedente testo dell'ANAC correttamente faceva riferimento sia agli indicatori riferiti al progetto nel suo complesso (VAN e TIR di progetto) sia a quelli riferiti all'equity (VAN e TIR di azionista). Nel testo adottato, invece, si fa riferimento solo agli indicatori di equilibrio calcolati con riferimento ai flussi di cassa del progetto. **Si tratta di una interpretazione, purtroppo, non corretta**, in quanto un'analisi ottimale del PEF e dell'equilibrio economico e finanziario deve tenere conto della "bottom line" del progetto, ovvero i flussi liberi per la remunerazione dell'azionista. Se un PEF è strutturato solo con riferimento ai flussi unlevered (e quindi senza tener conto della struttura finanziaria) non è possibile analizzare in modo puntuale le dinamiche finanziarie del progetto, che sono solo parzialmente catturate dal costo medio ponderato del capitale (WACC). A tal proposito, infatti, potrebbe accadere che il VAN di progetto sia maggiore di quello dell'azionista, e nel tentativo di "portare" a zero il VAN del progetto, si potrebbe generare un VAN dell'azionista negativo, ovvero un rendimento previsionale (TIR) dell'equity inferiore al rendimento target atteso dagli azionisti.

Tra l'altro questa definizione di equilibrio economico e finanziario è corretta quando il modello di società di progetto adottato è di tipo passante, ovvero tutte le attività sono gestite da subcontraenti, ai quali è riconosciuto un margine industriale e quindi il margine della società di progetto è finalizzato a remunerare solo il debito e l'equity. Nel caso in cui la società di progetto gestisse direttamente il servizio, potrebbe essere che i costi quotati nel PEF non tengano conto del margine industriale e questo necessariamente richiederebbe una diversa concezione dell'equilibrio economico e finanziario.

Anche in relazione alla **rinegoziazione del PEF** quanto scritto al **punto 3.2 potrebbe portare a interpretazioni erranee**. Infatti, in fase di rinegoziazione, possibile ora in casi eccezionali e residui, **potranno essere inseriti nel PEF solo i maggiori (o minori) costi riconducibili a rischi trattenuti dalla PA**, che dovranno essere compensati (procedura di riequilibrio) attraverso alcune modalità, tra cui un contributo a fondo perduto, una integrazione/riduzione del canone o della tariffa e, in via residuale (specie se dovesse essere un allungamento), una modifica della durata del contratto.

Il PEF sul quale operare deve essere quello contrattuale in modo da evitare che accadimenti riconducibili a rischi trattenuti dal privato possano inquinare la rinegoziazione e l'allocazione dei rischi. Se il PEF sul quale dovessero essere apportate le modifiche, finalizzate a ricreare l'equilibrio, non fosse quello contrattuale ma interiorizzasse gli accadimenti avvenuti al progetto fino al momento del riequilibrio/revisione, l'amministrazione opererebbe in un contesto di forte asimmetria informativa, in quanto sarebbe in grado di valutare solo alcuni dei modificati dati di input del PEF pre-riequilibrio/revisione, quali per esempio eventuali decurtazioni e/o penali, ma non sarebbe in grado di conoscere tutti gli altri accadimenti del progetto rientranti nella sfera della responsabilità dell'operatore economico.

Quest'ultimo, chiamato a presentare il PEF pre-equilibrio, potrebbe chiaramente indicare valori "non reali" attinenti alla manifestazione di rischi rientranti nella sua responsabilità con l'obiettivo di indicare un valore di VAN/TIR influenzato da eventuali comportamenti di azzardo morale e quindi funzionale a estrarre un maggior valore dalla rinegoziazione.

A tal proposito, è **molto importante chiarire un "black dot" generato dal Codice** dei Contratti e in particolare dall'[art. 175](#), in cui si legge che una modifica del contratto non può alterare l'equilibrio economico e finanziario del PEF in modo non previsto dal contratto. E' evidente che a fronte di maggior costi generati da una modifica, richiesta dalla PA, è necessario intervenire per ripristinare i valori di equilibrio. Questo può essere fatto in modo abbastanza automatico, quando ben articolato nel contratto, fuggendo ogni rischio di una maggiore redditività per l'operatore economico, specie se si ancorano i maggiori costi (di costruzione e/o gestione) a benchmark di mercato, attraverso procedure di value testing da condurre in modo aperto e trasparente.

Infine, merita una nota **il concetto di rischio di disponibilità (punto 2.4)**. Va precisato, che in un PPP non è ammissibile prevedere fondi per la manutenzione straordinaria, a meno che il progetto non preveda lo slittamento nel tempo di interventi adeguatamente pianificati dalla PA: infatti, l'assunzione del rischio di disponibilità deve comportare che l'operatore economico sia in grado di prevedere, anche mediante una quantificazione dei costi, le manutenzioni predittive e programmate. La previsione, nel PEF contrattuale, di accantonamenti per manutenzioni straordinarie, generati con i ricavi, è un modo per tener conto di maggiori costi legati alla manutenzione dell'infrastruttura/opera/investimento, "annacquando" quindi il rischio di disponibilità e generando anche problemi di altra natura, tra cui il fatto che potrebbe non essere chiaro il valore sottostante delle effettive manutenzioni straordinarie, nonché un incremento dei ricavi presenti (tra cui il canone di disponibilità o le tariffe) per un eventuale futuro ed eventuale costo.

Legare il rischio di disponibilità al conseguimento di parametri tecnici e funzionali deve essere fatto in modo strategico onde evitare di incorrere in un sistema di decurtazioni simile a quello tipico delle penali in un appalto. Qui va ricordato che la possibilità di generare un reale value for money dipende dalla possibilità di conseguire con il PPP dei risultati strategici. Spesso, il mantenimento di parametri tecnico funzionali potrebbe non rappresentare una fonte di rischio operativo, specie se le decurtazioni sono associate a parametrizzazioni del canone di disponibilità sui metri quadri, giusto per fare un esempio. La continua disponibilità e funzionalità, specie per le opere/investimenti utilizzate dalla PA per l'erogazione di servizi – come in sanità – deve essere funzionale al conseguimento di fini istituzionali e quindi la decurtazione deve essere commisurata alla "perdita" per la PA o per i suoi utenti. Un esempio può essere utile a comprendere questo concetto: il non corretto funzionamento di un qualsiasi elemento che renda indisponibile o parzialmente indisponibile una sala operatoria deve portare a una decurtazione del canone in misura pari alla mancata produzione (DRG) previsto per quello spazio. Meccanismi analoghi dovrebbero essere previsti, poi, per altre aree critiche di un ospedale, tra cui le degenze, laboratori, ambulatori eccetera. Ragionamenti analoghi devono valere per altre tipologie di opere, anche per quelle a domanda rigida, altrimenti si corre il rischio che le decurtazioni al canone siano un mero make up che può essere utile solo a dimostrare sulla carta un rischio operativo, che nella sostanza, però, non esiste. Se il sistema imparasse a concepire questo tipo di sofisticazioni avremmo raggiunto un grande traguardo, ovvero l'interiorizzazione dei principi dell'impact investing nel PPP, che significa trovare un punto di equilibrio tra ritorno finanziario e ritorno sociale. Solo perseguendo questa strada, in parte avviata su piccola scala, attraverso un modello di PPP chiamato social impact bond, riusciremo a rendere il PPP un contratto veramente strategico, conveniente e quindi più socialmente accettato.

Le linee guida di Anac rappresentano una milestone molto importante per contribuire alla creazione di una cultura sul PPP **a patto che le amministrazioni abbiano le capacità di utilizzare cum grano salis queste linee guida**, ovvero prendendo i principi e cercando di applicarli in modo sartorializzato ai singoli progetti.

In questo senso debbono anche ragionare le Istituzioni centrali.

Infatti, la previsione di automatizzare il monitoraggio dei contratti di PPP attraverso la banca dati delle Amministrazioni Pubbliche, che difficilmente potrà arrivare a un livello di sofisticazione tale da riuscire a raccogliere le piccole sfumature dei contratti di PPP, che però sono quelle da cui dipende il vero trasferimento del rischio, **non può sostituire un processo di capacity building diffuso sul territorio**, anche basato su uno stock di contratti e matrici dei rischi raccolte, necessario per alimentare l'innovazione in questo settore e un processo di regolamentazione e attuazione sempre più sofisticato del PPP. In questo senso sarebbe auspicabile una maggior collaborazione tra le Istituzioni di regolamentazione, le amministrazioni chiamate a strutturare e implementare operazioni di PPP, l'accademia e il mercato e un maggior investimento in formazione da parte di tutti i portatori di interesse. Formazione vera, radicata negli elementi di management, finanza e diritto. Non solo workshop!

Infine, oggi gli strumenti e le competenze, seppure a macchia di leopardo, ci sono. Sarebbe opportuno che nell'agenda politica del nuovo governo il tema del PPP venisse affrontato in modo più serio, per evitare che questo strumento venga utilizzato solo dai più coraggiosi o che si perda l'opportunità di apprendere dal passato per costruire un rilancio del Paese. In questo le PA dovrebbero saper agire molto di più da buyer sofisticati: strutturare PPP innovativi in Italia oggi significa offrire alle nostre imprese le competenze necessarie per operare nel PPP internazionale, ben radicato nelle agende politiche di molti paesi, emergenti e maturi.