

11 Il Partenariato Pubblico Privato «*light*» e «*limited profit*» al crocevia tra sostenibilità, bancabilità e vincoli finanziari

di Veronica Vecchi e Niccolò Cusumano¹

11.1 Introduzione

Le recenti novità legislative introdotte dal Governo Monti hanno dato un impulso importante, almeno «formale», al Partenariato Pubblico Privato (PPP) e dimostrato un forte *commitment* del nostro Esecutivo all'utilizzo di capitali privati per la realizzazione di investimenti pubblici, in linea con l'agenda della Commissione Europea.

Il settore sanitario rappresenta senz'altro, in Italia, l'ambito di applicazione in cui si evidenzia il maggior fermento, ma anche un discreto livello di concorrenzialità nel mercato – il numero delle offerte è progressivamente aumentato e oggi mediamente si registrano circa 5/6 offerte per ciascuna gara. Dopo più di dieci anni di utilizzo di PPP nel settore sanitario sarebbe importante poter fare un bilancio e una valutazione, ma l'accesso alle informazioni rimane elemento molto critico, soprattutto per quanto riguarda i contratti, i *dashboard* di monitoraggio della performance e i piani economico-finanziari.

Peraltro, la possibilità di valutare in modo adeguato come i progetti sono stati realizzati e come vengono gestiti, le criticità incontrate, l'incidenza dei rischi sa-

¹ Sono attribuibili a Veronica Vecchi i paragrafi 11.1, 11.4, 11.5, 11.6 e 11.7 e a Niccolò Cusumano i paragrafi 11.2 e 11.3.

Questo capitolo nasce dalla sintesi dei principali ambiti di analisi e discussione della Public & Private Factory, un laboratorio realizzato da SDA Bocconi School of Management per contribuire allo sviluppo di una cultura manageriale tra le aziende sanitarie, le Regioni e gli operatori privati per l'impiego più sostenibile del PPP per la realizzazione e gestione di investimenti sanitari.

La Public & Private Factory è stata realizzata nel periodo Aprile – Giugno 2012, grazie al supporto di alcuni partner privati (lo studio legale Legance, la società di ingegneria Manens – Tifs, Philips e Siram) e con il patrocinio di Unità Tecnica Finanza di Progetto della Presidenza del Consiglio dei Ministri e dell'Associazione Nazionale dei Costruttori Edili (ANCE). La Public & Private Factory è stato il luogo in cui circa 80 manager e funzionari di aziende sanitarie, regioni, agenzie regionali e imprese private si sono confrontati sui temi legati alla convenienza, sostenibilità e bancabilità delle diverse forme di PPP per il finanziamento, la realizzazione e la gestione degli investimenti sanitari.

rebbe un elemento fondamentale soprattutto in un momento in cui l'accesso ai capitali è assai problematico, come conseguenza della crisi economica e del *credit crunch*. In un contesto globale il problema, infatti, non è la mobilità dei capitali, quanto piuttosto la possibilità di creare un ecosistema adeguato per attirare gli investitori. Inoltre, l'accesso a queste informazioni sarebbe importante anche per rendere più oggettive le valutazioni di convenienza e sostenibilità del PPP da parte del *policy maker* e del management delle aziende sanitarie.

Altro elemento cruciale, che assume maggior rilevanza proprio in un momento in cui la spesa pubblica, non solo italiana, è sotto osservazione e anche come conseguenza dei dati relativi all'onerosità e la non sostenibilità del PPP nel Regno Unito, è l'individuazione di modelli più sostenibili.

Obiettivo di questo capitolo è pertanto quello di offrire un'analisi dello stato dell'arte del PPP per gli investimenti sanitari in Italia (§ 11.2), presentare il punto di vista di un campione di professionisti operanti nel settore pubblico e privato (§ 11.3), per poi proporre alcuni punti di attenzione (§§ 11.4, 11.5 e 11.6) con l'obiettivo di stimolare la riflessione e il dibattito su come «ripensare» il PPP per il finanziamento dei futuri investimenti sanitari.

11.2 Una fotografia del mercato del PPP per gli investimenti sanitari in Italia

11.2.1 Oggetto e fonti dei dati

La fotografia del mercato è stata condotta con riferimento alle operazioni di PPP² di importo superiore ai 20 milioni, relative a costruzione o rifacimento di ospedali con contratto in corso o aggiudicato entro giugno 2012. Non sono state prese, perciò, in considerazione operazioni di realizzazione di servizi di supporto come ad esempio la costruzione e gestione di centrali di co-generazione (come nel caso dell'ospedale di Udine, oppure del Careggi di Firenze).

Le fonti utilizzate sono le seguenti:

- ▶ Informazioni rilasciate ai ricercatori dalle direzioni generali o dagli uffici di staff delle aziende sanitarie interessate;

² Sono state prese in considerazione solo le operazioni di *project finance*. Per una fotografia sulle operazioni di leasing si faccia riferimento ad Amatucci et al. (2010). Esse comunque fanno prevalentemente riferimento a leasing finanziari in senso stretto e non a operazioni di PPP. Infatti, solo nel corso del 2011 si è aperto il dibattito relativo alla realizzazione di operazioni di PPP finanziate in leasing, rispetto a cui è stato avviato un tavolo di consultazione da parte di Autorità di Vigilanza sui Contratti Pubblici in data 16 luglio 2012. Uno dei primi esempi di operazione di PPP finanziata in leasing è quella della ASL 1 di Imperia per la realizzazione di un palasànità, di importo pari a circa 10 milioni di euro.

- ▶ Deliberazioni dell’Autorità di Vigilanza dei Contratti Pubblici (AVCP)³;
- ▶ Indagini a carattere istituzionale⁴ e altri documenti ufficiali quali delibere di giunta regionale oppure delibere del Direttore Generale;
- ▶ Avvisi di aggiudicazione;
- ▶ Interrogazioni consiliari;
- ▶ Bilanci società di progetto (database Amadeus);
- ▶ Fonti divulgative di vario tipo: articoli di stampa, *newsletter* aziendali⁵ e regionali.

La triangolazione dei dati è stata essenziale in quanto le informazioni sono molto spesso frammentate e non esaustive. Anche documenti come gli avvisi di aggiudicazione, che dovrebbero essere maggiormente standardizzati, in realtà dimostrano un diverso grado di *disclosure*: gli avvisi in alcuni casi si limitano a riportare l’importo aggiudicato per l’investimento; non viene, invece, fatta menzione né del canone né della durata delle concessioni, che comunque rappresentano generalmente, specie nel caso dei canoni, elemento di valutazione delle offerte.

Con riferimento specifico ai canoni e alle loro caratteristiche, l’accesso alle fonti è risultato altrettanto problematico: i bilanci aziendali spesso non sono disponibili sui siti internet (solo in 6 dei casi analizzati è stato possibile accedervi) e anche qualora siano disponibili spesso si tratta di dati presentati per macrovoci aggregate.

11.2.2 Le caratteristiche del mercato

L’analisi del mercato fa riferimento a due dimensioni: quella «strutturale», relativa alle operazioni; e quella degli operatori privati che hanno partecipato alle gare (i soci della società di progetto, che rappresentano anche i principali soggetti industriali coinvolti nelle operazioni). La Tabella 11.1 presenta le 20 operazioni considerate.

Complessivamente sono stati aggiudicati investimenti per circa 2,7 miliardi di euro (IVA inclusa⁶), a cui si aggiungono i 147 milioni di euro per la ristrutturazio-

³ In relazione alle seguenti operazioni: Ospedale del Mare (delibera n. 110 del 21 dicembre 2011); SIOR (delibera n.10 del 25/01/2012), Niguarda Ca’ Granda (delibera n. 8 del 25/01/2012); Nuovo Polo Sant’Orso (delibera n. 16 del 08/02/2012); Arcispedale Sant’Anna Ferrara (delibera n. 336 del 30/12/2010).

⁴ Rapporti a cura del Consiglio Regionale e dalla Commissione istituita dalla Direzione Generale Sanità della Regione Veneto (anno 2010).

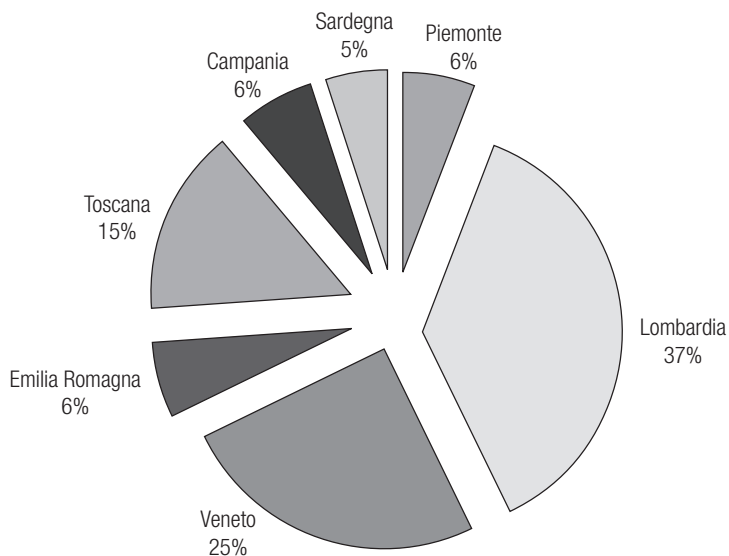
⁵ Newsletter Bimestrale della DG Sanità scaricata da : https://karin.aslcremona.it/docs_file/Gennaio2010.pdf

⁶ Sarebbe più adeguato considerare il dato al netto dell’IVA, ma in molti casi nelle fonti ufficiali aziendali viene riportato il dato al lordo dell’IVA. Questo come conseguenza del fatto che le amministrazioni e aziende pubbliche tendono a considerare il quadro economico del progetto al lordo di IVA, in quanto l’IVA sugli investimenti non è recuperabile. In una operazione di *project finance* l’IVA sui lavori è recuperata dalle società di progetto; essa grava sull’azienda sanitaria in riferimento alla quota dei canoni o dei contributi a fondo perduto.

Tabella 11.1 **Le operazioni di PPP in Italia di importo superiore a 20 milioni di euro relative a costruzione/ristrutturazione di strutture sanitarie**

OPERAZIONE	CONCEDENTE	Importo aggiudicato (M € IVA inclusa)	% contributo pubblico aggiudicato	Anno Aggiudicazione	Stato
Ospedale Unico della bassa padovana	ULSS 17 Bassa Padovana	€ 157,09	51%	2002	Gestione
Ospedale Borgo Trento	AO Istituti Ospitalieri di Verona	€ 114,02	50%	2003	Gestione
Ospedale Baggiovara	ASL Modena	€ 33,67	0%	2003	Gestione
Ospedale del Mare	ASL Napoli 1	€ 162,10	57%	2004	Costruzione
Arcispedale Sant'Anna	AO Universitaria Ferrara	€ 137,24	71%	2004	Gestione
Sistema Integrato Ospedaliero Regionale	USL 4 Prato	€ 419,50	54%	2005	Gestione
Ospedale dell'Angelo	ULSS 12 Veneziana	€ 179,80	46%	2005	Gestione
Spedali Civili di Brescia	AO Spedali Civili di Brescia	€ 140,83	52%	2005	Gestione
Ospedale Vimercate	AO Desio e Vimercate	€ 131,51	66%	2005	Costruzione
Ospedale «Beato Papa Giovanni XXIII»	AO Ospedali Riuniti Bergamo	€ 32,97	31%	2005	Gestione
Ospedale Sant'Anna	AO Como	€ 158,03	86%	2006	Gestione
Ospedale Civile Legnano	ASL Legnano	€ 139,44	60%	2006	Costruzione
Ospedale Verduno	ASL 18 Alba-Bra	€ 131,52	92%	2007	Gestione
Polo Sanitario della Sardegna Centrale	ASL Nuoro	€ 60,04	14%	2008	Costruzione
Polo Ospedaliero di Sant'Orso	ULSS 4 Alto Vicentino	€ 125,47	45%	2009	Costruzione
Ospedale Businco e Microcitemico	ASL 8 Cagliari	€ 60,61	22%	2009	Costruzione
Niguarda Ca Granda	AO Niguarda	€ 238,80	59%	2010	Costruzione
Ospedale Salvini Garbagnate	AO Salvini Garbagnate	€ 124,99	66%	2010	Costruzione
Ospedali Asolo e Montebelluna	ULSS 8 Asolo	€ 122,33	25%	2010	Costruzione
Nuova Unità Spinale Unipolare	CTO Maria Adelaide	€ 28,80	32%	2002	Costruzione

Figura 11.1 **La ripartizione regionale delle operazioni (Milioni di € aggiudicati)**



ne del San Gerardo di Monza, i 224 milioni di euro per la realizzazione dell'ospedale di Treviso e i 300 milioni di euro per l'ospedale di Trento, le cui procedure di gara non si erano ancora concluse nella data di rilevazione. La Figura 11.1 rappresenta la ripartizione regionale delle risorse: Veneto e Lombardia rappresentano da sole il 62% del totale. Contando il numero delle operazioni si tratta di 7 operazioni in Lombardia, 6 in Veneto. La Toscana, con un'operazione sola nel campione di riferimento, rappresenta il 15% delle risorse aggiudicate; la gara per la realizzazione del Sistema Integrato Ospedali Regionali (SIOR) riguarda, tuttavia, la realizzazione di 4 nuovi ospedali.

In media, il 52% delle fonti di finanziamento è rappresentato da contributi pubblici a fondo perduto. Agli estremi dell'intervento pubblico nelle operazioni di PPP prese in esame si trovano il Nuovo Ospedale di Modena in cui il 100% delle risorse era fornito da privati e l'ospedale di Verduno con il 92% di contributo pubblico. È necessario fare due considerazioni sull'esatto impegno del pubblico in questo genere di operazioni.

1) A volte – es. Ospedali Riuniti di Bergamo, Nuovo Ospedale Sant'Anna di Ferrara – l'operazione di PPP rappresenta una parte di un investimento più ampio realizzato secondo schemi tradizionali.

2) L'insorgere di varianti o di opere aggiuntive ha comportato un incremento mediano del 21% dei costi di realizzazione delle opere. Incremento che si è riverberato, principalmente, in un aumento del contributo a fondo perduto erogato dal concedente. In media un posto letto nelle operazioni considerate è costato 370.000 € contro i 245.000 € inizialmente stimati.

Seppure le informazioni sull'incremento del contributo pubblico siano difficilmente ricostruibili, nelle operazioni per cui è stato possibile reperirle l'aumento mediano del contributo pubblico è stato del 50% in confronto a quello a carico del concessionario privato del 12% (Figura 11.2).

Figura 11.2 **Gli scostamenti tra il prezzo di aggiudicazione e il costo di costruzione**

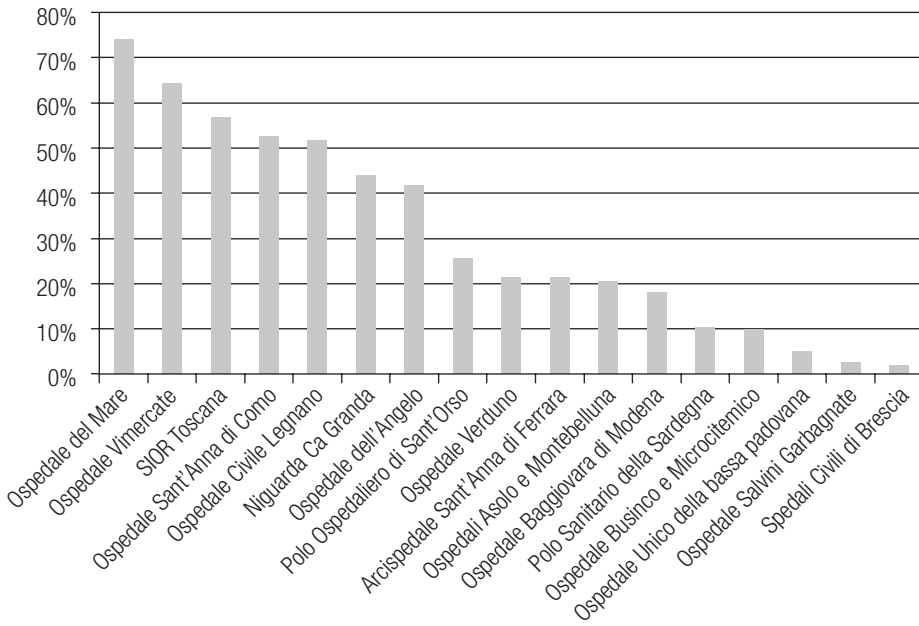
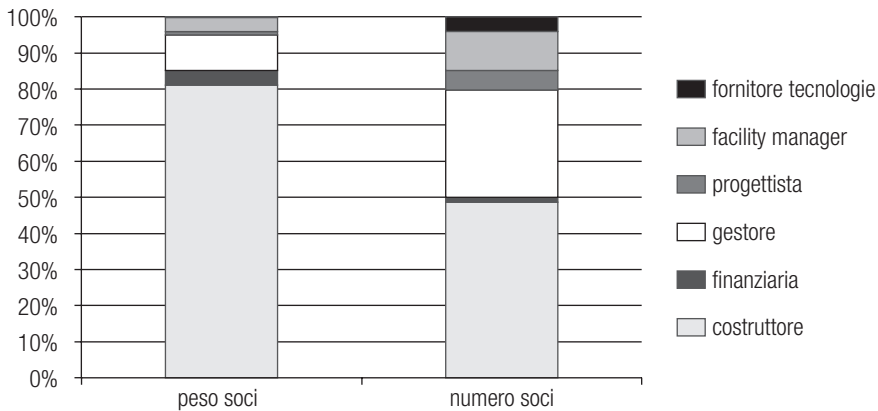


Figura 11.3 **La tipologia dei soci delle società di progetto aggiudicatricie (peso, in termini di *blended equity*, e numerosità)**



In alcuni casi lo scostamento rilevante tra il progetto esecutivo iniziale e le varianti in corso d'opera ha portato a uno scorporo di queste ultime dal contratto di concessione (come nel caso del SIOR Toscana per cui 200 milioni di oneri aggiuntivi saranno affidati con una nuova procedura), oppure alla risoluzione del contratto di concessione come nel caso dell'Ospedale del Mare di Napoli e la conseguente assunzione integrale del costo di realizzazione da parte dell'ASL.

In merito agli attori privati presenti sul mercato sono stati compiuti due tipi di analisi (Figura 11.3): la prima indaga la tipologia dei soci delle società di progetto che si sono aggiudicate i contratti (considerati per numerosità); la seconda prende invece in considerazione il loro peso specifico nel *blended equity*⁷. In larga misura, soprattutto se si considera il peso specifico nel capitale investito, si tratta di imprese che operano nel campo dell'edilizia e delle costruzioni di grandi infrastrutture.

11.3 Il punto di vista degli attori

11.3.1 La metodologia

Nell'ambito della P&PFactory, nel mese di maggio 2012 è stato somministrato ai partecipanti un questionario *online* per verificarne il punto di vista sul mercato del PPP in sanità.

Hanno risposto 44 professionisti coinvolti a diverso livello in operazioni di PPP, provenienti prevalentemente da: Lombardia (35% del totale), Veneto (22%), Liguria (11%), Emilia Romagna (9%) e Piemonte (7%). Il 72% dei rispondenti è composto da dirigenti. Il 64% dei rispondenti è impiegato presso un'azienda sanitaria, seguito dal 16% di dipendenti di imprese private; l'11% lavora presso una Regione o un'agenzia regionale. Il 4% di chi ha risposto lavora in società di consulenza e il 2% in istituti finanziari. Più di metà del campione ha partecipato direttamente ad almeno un'operazione di PPP.

Ai partecipanti è stato chiesto di esprimere il proprio punto di vista in relazione al grado di criticità di aspetti di sistema, normativi e di progetto, attribuendo un punteggio da 1 a 9 (1 = completo disaccordo; 9 = completo accordo) ad alcuni *statement*. Le risposte presentano una deviazione standard discretamente elevata (superiore a 2) indice di una frammentazione dei punti di vista. Sono state messe a confronto le risposte date dai soggetti appartenenti al settore pubblico e del settore privato in modo da verificare dove vi sia concordanza di vedute oppure discordanza.

⁷ *Blended equity* considera sia l'*equity* sia altri strumenti subordinati, molto utilizzati nei finanziamenti in project financing. Occorre sottolineare come qui si sia fatto riferimento al totale del capitale apportato, e non alla media delle quote detenute nelle singole società.

Riguardo agli elementi di contesto (Figura 11.5) il privato individua quali maggiori elementi di debolezza l'incertezza e la lunghezza nella definizione della programmazione regionale dei nuovi investimenti. Il pubblico percepisce, invece, il mercato come eccessivamente concentrato e scarsamente competitivo.

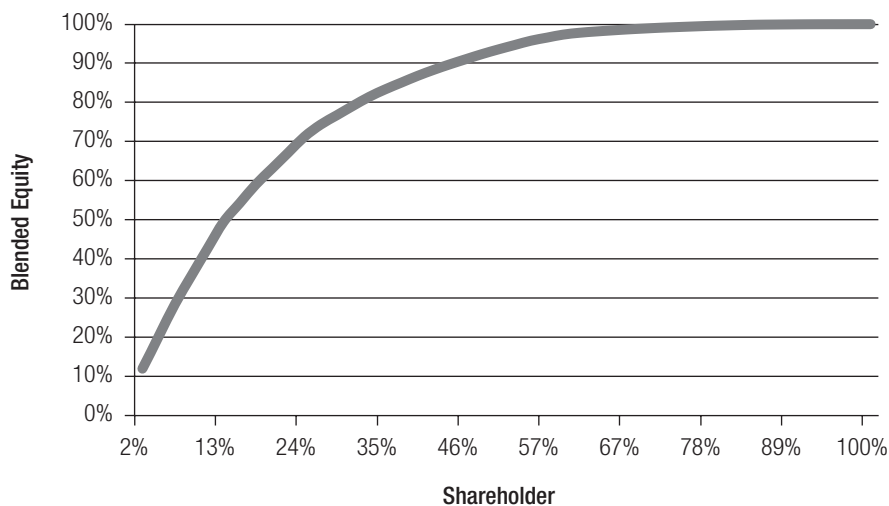
Dalle nostre prime analisi non è ancora possibile tracciare un quadro definito in merito a questa percezione. La valutazione del grado di concentrazione richiederebbe di condurre un'analisi: 1) per tipologia di operatore e per classe di impresa; 2) non solo sugli aggiudicatari, ma su tutti coloro che hanno partecipato alla gara; 3) sulla presenza di consorzi o società partecipate a loro volta da società del settore; 4) sull'evoluzione delle quote di partecipazione alle società di progetto. Purtroppo la carenza di informazioni, come anche indicato nel paragrafo 2.1, non consente ad oggi di fare un'analisi di questo tipo. Tracciando, tuttavia, una curva di concentrazione sulla base del peso dei singoli soci nelle società di progetto è possibile vedere come il 35% degli attori contribuisca all'80% del *blended equity* versato (Figura 11.4). Questa prima misura, seppur imperfetta, sembrerebbe confermare la percezione di un mercato concentrato.

L'aspetto normativo vede un maggiore allineamento dei punti di vista tra soggetti pubblici e privati che hanno preso parte all'indagine. I recenti interventi normativi vengono visti come inadeguati (la media dei giudizi è 8 per il privato 6 per il pubblico), e anche gli elementi di novità forse più rappresentativi, il con-

Figura 11.4 Il punto di vista sugli elementi di contesto del PPP



Figura 11.5 **La concentrazione degli *shareholder* delle società di progetto**



tratto di disponibilità e i *project bond*, non sembrano riscontrare particolare entusiasmo (la media dei giudizi è 5). In chiave propositiva i partecipanti all'indagine ritengono che sarebbe opportuno ipotizzare forme di detassazione per le operazioni di PPP e che sia necessario prevedere una fase di negoziazione tra l'aggiudicazione e la stipula del contratto di concessione. Entrambe le affermazioni raggiungono un grado di consenso pari a 8 su 9.

Dal punto di vista della strutturazione delle operazioni (Figura 11.5), i partecipanti all'indagine ritengono che l'inclusione di molti servizi accessori determini elevate complessità di strutturazione dell'operazione/gara, implementazione e monitoraggio (livello di accordo pari a 7,26) e che sarebbero preferibili contratti leggeri, che includano solo le prestazioni essenziali relative alla realizzazione e gestione dell'opera o fornitura e gestione della tecnologia (7,15), temi questi che saranno ripresi nei paragrafi 11.4.1 e 11.4.2. I rispondenti, infine, sulla base della propria esperienza, non hanno assistito a un miglioramento della qualità dei servizi. Questo aspetto potrebbe essere in contrasto con l'affermazione fatta in precedenza, secondo cui il PPP è in grado di migliorare l'efficienza della gestione, quasi che le dimensioni di efficacia ed efficienza possano essere asincrone.

La Tabella 11.2 rappresenta, invece, la percezione dei partecipanti all'indagine, in base alla loro esperienza, sulla possibilità (mai = 0% dei casi, qualche volta il 25% dei casi, spesso il 50% dei casi, sempre il 100% dei casi) di trasferimento di alcune categorie di rischio. In generale il privato ritiene il rischio maggiormente trasferibile rispetto al pubblico. Questi aspetti saranno ripresi nel paragrafo 11.6.2.

Tabella 11.2 **La possibilità di trasferimento effettivo del rischio**

	MAI		QUALCHE VOLTA		SPESSO		SEMPRE	
	pubblico	privato	pubblico	privato	pubblico	privato	pubblico	privato
Progettazione	8%	0%	8%	0%	46%	33%	38%	67%
Aumento dei tempi di costruzione	12%	0%	36%	0%	28%	78%	24%	22%
Aumento dei costi di costruzione	13%	0%	29%	33%	46%	56%	13%	11%
Qualità delle manutenzioni	0%	0%	33%	0%	46%	44%	21%	56%
Aumento dei costi di manutenzione	8%	0%	46%	22%	33%	78%	13%	0%
Qualità della gestione dei servizi accessori	0%	0%	54%	0%	21%	56%	25%	44%
Aumento dei costi dei servizi accessori	8%	0%	38%	22%	38%	78%	17%	0%
Oscillazione dei costi di finanziamento	12%	0%	40%	11%	32%	44%	16%	44%
Fallimento di uno degli operatori privati (o <i>subcontractor</i>)	8%	0%	38%	0%	29%	22%	25%	78%
Fallimento dei uno dei soci della società di progetto	8%	0%	42%	0%	25%	11%	25%	89%
Inflazione	43%	33%	22%	22%	22%	33%	13%	11%
Upgrade tecnologico	9%	0%	48%	67%	43%	33%	0%	0%

11.4 Primo punto di attenzione: la scelta del modello contrattuale

La scelta del modello contrattuale è fondamentale per consentire un adeguato trasferimento dei rischi all'operatore privato, non solo per contabilizzare l'investimento non a debito (*off balance sheet*), ma anche e soprattutto per «sfruttare» i vantaggi del PPP. L'attuale assetto normativo prevede una serie di possibilità, che vanno dai contratti di concessione finanziati in *project financing*, al contratto di disponibilità al leasing. I primi due sono riconducibili al modello internazionale DBFO (*design build, finance and operate*)⁸; il terzo al modello BLT (*build, lease and finance*).

Indipendentemente dal modello finanziario sottostante (*project financing*, *corporate financing* o leasing⁹) è fondamentale strutturare il contratto in modo

⁸ Ai contratti di DBFO applicati nel Regno Unito per il finanziamento degli investimenti sanitari si fa spesso riferimento con il termine Private Finance Initiative (PFI), che in realtà è il nome della politica avviata alla metà degli Anni '80 per finanziare con capitali privati le infrastrutture pubbliche.

⁹ Il *project financing* è una particolare modalità di finanziamento di un progetto di investimento che prevede che questo sia inglobato in un veicolo societario (la cosiddetta SPV – *special purpose vehicle* o società di progetto) che ha come unico obiettivo la realizzazione e gestione del progetto stesso. La SPV raccoglie i fondi, principalmente capitali di debito, e stipula contratti «chiavi in mano» con operatori specializzati chiamati a progettare, realizzare e gestire l'opera o i servizi ad essa connessi. La SPV è quindi uno snodo di contratti che consentono di isolare il progetto e di «schermarlo» dai rischi operativi. Ciò rende il progetto finanziabile, anche su base *non recourse* (sebbene ciò sia poco frequente in Italia), con elevata leva finanziaria che riduce il fabbisogno del più oneroso capitale di rischio. Da ciò deriva che la costituzione della società di progetto rappresenta sicuramente *conditio sine qua non* per il finanziamento in *project financing* di un investimento.

Figura 11.6 PPP: modelli contrattuali, finanziari e procedurali

Tipologia di contratto	Modello finanziario	Istituto giuridico	Riferimento normativo
BOT	Project financing	Concessione con SPV	Art. 153 e/o 143
	Corporate financing	Concessione con ATI	Art. 153 e/o 143
DBFO	Project financing	Concessione con SPV Contratto di disponibilità	Art. 153 e/o 143 Art. 160 ter
	Corporate financing	Concessione con ATI Contratto di disponibilità	Art. 153 e/o 143 Art. 160 ter
BLT	Leasing finanziario	Concessione con ATI (non esplicitamente previsto dal D. lgs 163/06)	Art. 153 e/o 143
		Appalto	Art. 160 bis

Figura 11.7 Confronto tra DBFO e BLT per gli investimenti in sanità

Elementi di confronto	DBFO	BLT
Tempi procedurali (dalla pubblicazione all'aggiudicazione)	Circa 1 anno	Circa 1 anno
Progetto a base di gara	Preliminare (ex art. 143 e art 160 ter) Studio di fattibilità (ex art. 153)	Meglio preliminare (ex art 160 bis)
Maturità del mercato	Talvolta critica – la struttura dell'operazione è spesso dominata dai costruttori	Talvolta critica –per l'allocazione dei rischi all'ATI
Potenzialità di allocazione dei rischi	Alta e certa	Alta e certa (con contratto unico)
Costo del finanziamento	Alto	Competitivo con il costo del debito pubblico
Certezza del finanziamento	Critica	Alta
Diseconomia fiscale rispetto all'appalto	Presente (IVA 21% sul canone di disponibilità)	Nessuna
Legalità	A rischio la trasparenza del finanziamento	Alta
Concorrenza	Media (nelle gare di PF nel Nord anche 4/6 cordate)	Bassa (per ridotto numero di operatori finanziari)
Trasferimento del diritto di superficie	Obbligatorio	Obbligatorio

Il leasing rappresenta, invece, il finanziamento di un progetto con impiego totale di debito, il cui costo finanziario è inferiore rispetto a quello del *project financing* per effetto di due elementi: i) il finanziamento è definito sulla base del merito di credito pubblico, poiché l'amministrazione è la controparte del soggetto finanziatore; ii.) conseguentemente, le norme di settore impongono un minor accantonamento di capitale di vigilanza da parte del soggetto finanziatore stesso.

Un finanziamento strutturato (*corporate finance*) è generalmente un finanziamento di medio – lungo termine definito sulla base delle specifiche caratteristiche del progetto e del merito di credito della controparte. Seppur *project financing* e leasing rappresentino una sottocategoria del finanziamento strutturato, a esso ci si riferisce quando un operatore privato (singolarmente o in ATI) raccoglie capitali di debito per finanziare operazione di PPP di natura differente dalle prime due sopra analizzate. Generalmente, in questo caso il capitale di debito non finanzia più del 50% del valore dell'iniziativa e il costo del capitale è quotato in riferimento al merito di credito dell'operatore privato e non del progetto.

da trasferire i rischi di progettazione, costruzione, disponibilità, efficienza energetica e performance complessiva dell'operazione (Eurostat 2012).

In Figura 11.6 si mostrano le varie forme che il PPP può assumere in funzione dei modelli contrattuali, finanziari e procedurali applicati. Il quadro appare sicuramente ben più articolato da quanto traspaia da una lettura prettamente giuridica del PPP sulla base delle indicazioni del Codice dei Contratti.

In Figura 11.7 si fornisce un confronto tra il modelli di PPP applicabili agli investimenti sanitari: il DBFO (concessione di costruzione e gestione, finanziata in *project financing* o in finanza strutturata, e contratto di disponibilità) e il BLT.

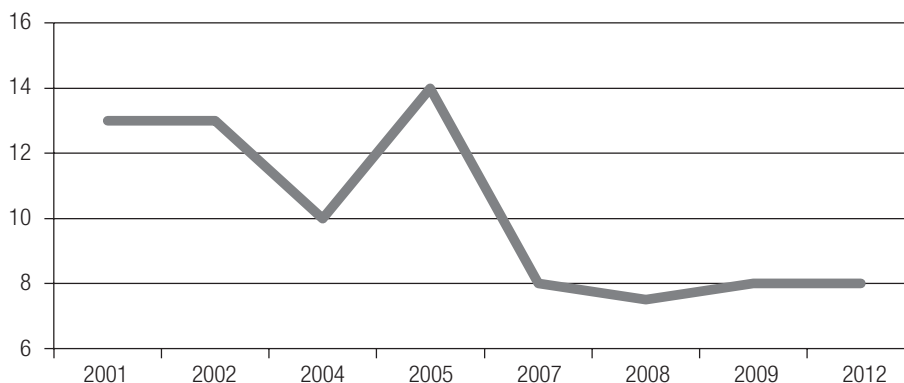
11.4.1 Il «PPP light»

I contratti di PPP che hanno dominato fino ad ora si sono ispirati al modello anglosassone «anni Novanta»: contratti, cioè, che inglobano molti servizi non sanitari (Amatucci et al. 2010), le cui tariffe generano flussi di cassa finalizzati non solo a remunerare i costi di gestione degli stessi, ma anche l'investimento realizzato e i capitali investiti. Spesso queste forme di PPP «*all inclusive*» sono preferite perché si ritiene possa essere più efficiente esternalizzare in blocco tutti i servizi a un unico soggetto (Vecchi 2011), oppure per «mascherare» il costo dell'operazione tra i costi dei servizi storicamente affidati all'esterno, tra cui mensa, pulizie, sanificazione, gestione dei rifiuti.

Gli effetti negativi generati da queste complesse forme di PPP sono però rilevanti. Spesso, infatti, la formulazione dei canoni a base di gara avviene sulla base del costo non rivalutato sostenuto al momento della strutturazione dell'operazione o calcolato su parametri relativi alle vecchie strutture. Questo induce gli operatori privati a formulare delle proposte gestionali che potrebbero non consentire un effettivo trasferimento del rischio o adeguati livelli di performance. Inoltre, questi contratti sono molto complessi da gestire, monitorare o rinegoziare e generano costi di transazione elevati. A tal proposito è utile ricordare che i costi di transazione incidono mediamente per il 7% sul costo complessivo dell'operazione di PPP (Dudkin e Väililä 2005).

L'introduzione del contratto di disponibilità nel nostro ordinamento giuridico rappresenta un'importante innovazione per l'applicazione del PPP agli investimenti sanitari. L'innovazione, a parere di chi scrive, non è tanto riconducibile alla procedura giuridica in sé o alla specifica fattispecie contrattuale prevista dall'art 160 ter del Codice dei Contratti. L'innovazione, piuttosto, è riconducibile alla centralità del principio della «disponibilità» della struttura realizzata o delle tecnologie (a seconda dell'oggetto del contratto) e conseguentemente del canone di disponibilità come modalità di remunerazione dell'investimento, consentendo quindi di legare il pagamento effettuato dall'azienda sanitaria alla disponibilità dell'immobile o della tecnologia, che sono il fulcro dell'operazione di PPP.

Figura 11.8 **Il numero medio di servizi non core inclusi nel contratto di concessione (anni 2002-2010)**



In passato, il canone di disponibilità rivestiva, invece, un ruolo marginale nelle operazioni di PPP per effetto i) del cospicuo cofinanziamento pubblico (derivante in larga parte dall'art. 20 della L. 67/88), erogato come contributo a fondo perduto in conto lavori, e ii) dell'inclusione nei contratti di molti servizi *non core*. In Figura 11.8 si mostra l'andamento del numero medio di servizi *non core* nei contratti di PPP nelle operazioni avviate tra il 2001 e il 2012.

I servizi non sanitari sono stati nel tempo progressivamente marginalizzati nei contratti di PPP anche nel Regno Unito (Treasury Committee 2011). Laddove inseriti, come nei contratti di vecchia data, HM Treasury (2006) suggerisce l'applicazione del *market* o del *benchmark test*. Si tratta di una pratica finalizzata a verificare che il costo sostenuto dalla società di progetto per l'erogazione dei servizi non sanitari *soft* sia allineato ai valori di mercato. Il confronto può essere effettuato tramite una nuova procedura di gara (*market test*) oppure semplicemente attraverso l'utilizzo di contratti di simili caratteristiche aggiudicati nel periodo del test (*benchmark test*).

La metodologia in uso nel Regno Unito per la conduzione di questi *test* prevede che la quotazione del valore dei servizi non sanitari non tenga conto dell'ammortamento dell'investimento. Questo rafforza la conclusione che i servizi non sanitari non sono (o non dovrebbero essere) rilevanti ai fini della fattibilità dell'investimento mediante PPP. Da sottolineare che il *benchmark* e il *market test* non trovano applicazione nel Regno Unito ai servizi di tipo *hard* (di manutenzione ed energetici), che presentano oggettive difficoltà di confronto sul mercato, specie se associati all'ammortamento e gestione di investimenti tecnologici complessi. Infatti, anche nel caso dei servizi cosiddetti *soft*, il *benchmark test* è soggetto a distorsioni dovute alla difficoltà di individuare contratti comparabili oppure di definire valori di confronto dalla rielaborazione delle condizioni applicate in contratti analoghi.

In sintesi, si ritiene utile passare a forme «PPP light» (contratto di disponibilità o di *project finance* senza servizi accessori¹⁰) con un canone di disponibilità finalizzato a remunerare il costo dell'investimento, il costo delle risorse finanziarie, il costo delle manutenzioni e di tutte quelle attività finalizzate a garantire la piena e continua disponibilità dell'investimento, come la gestione energetica. Quest'ultima, se accompagnata da un sistema adeguato di definizione del prezzo, monitoraggio delle performance e applicazione delle penali, può incentivare la realizzazione di investimenti adeguati per garantire il raggiungimento di importanti efficienze gestionali.

Alla fine di garantire la piena disponibilità si potrebbe prevedere di inserire nel contratto anche il servizio di pulizia, la cui performance determina la disponibilità degli spazi.

11.4.2 I benefici del «PPP light»¹¹

Forme di «PPP light», finalizzate alla sola progettazione, finanziamento, realizzazione dell'opera e gestione dei servizi strettamente correlati alla sua disponibilità (manutenzioni e calore), possono avere importanti benefici.

Innanzitutto, il PPP *light* consente di ridurre i costi di gestione del contratto e quelli di transazione. Infatti, la definizione di capitolati adeguati per contratti complessi e il monitoraggio dei relativi *service level agreement* (degli standard di erogazione) ai fini della valutazione della performance e dell'applicazione di penali hanno costi molto rilevanti, come pure la gestione di eventuali contenziosi derivanti dall'applicazione delle penali o del *benchmark test*.

Il PPP *light* potrebbe, inoltre, ridurre gli effetti negativi del PPP sul tessuto economico e produttivo locale: in genere, infatti, sono le piccole e medie imprese locali a gestire i servizi non sanitari. Se questi ultimi sono inseriti nei contratti di PPP, le piccole e medie imprese potrebbero essere costrette ad accettare condizioni economiche non adeguate a remunerare i fattori produttivi impiegati e, quindi, ad adottare politiche di erogazione dei servizi alla società di progetto (o al concessionario) sotto costo¹².

Il PPP *light* potrebbe, inoltre, migliorare il livello di concorrenza: si pensi, per esempio, al numero di piccole imprese che potrebbero partecipare alla gara per il servizio mensa o pulizia. Anche la qualità dei servizi stessi migliorerebbe, in quanto la definizione di gare specifiche (e quindi capitolati specifici) per i sin-

¹⁰ In questo capitolo non si fa riferimento al leasing (immobiliare) in quanto è attualmente in fase di discussione la sua applicazione in un tavolo organizzato presso l'Autorità di Vigilanza sui Contratti Pubblici.

¹¹ I benefici del «PPP light» sono stati discussi nell'ambito di un focus group dedicato al tema della P&P Factory, in data 31 maggio 2012.

¹² La tutela delle piccole e medie imprese nel *public procurement* è uno dei punti di attenzione dello Small Business Act della Commissione Europea (COM(2008) 394).

goli servizi consente un miglior controllo da parte della stazione appaltante sulle offerte e sui servizi erogati. A tal proposito, punto di attenzione particolare riguarda le tecnologie. Esse, quando inserite in un complesso contratto di PPP, potrebbero non trovare adeguata attenzione nelle offerte di gara. Le società di fornitura di tecnologie sanitarie generalmente predispongono, in fase di gara, offerte alle costituende società di progetto al fine di consentire la determinazione dei costi di investimento e di gestione/sostituzione. Solo in fase di costruzione la società di progetto stipula il contratto di fornitura con il partner tecnologico ritenuto più adeguato. Questa prassi riduce la possibilità per l'azienda sanitaria committente di beneficiare di efficienze e innovazioni che, in genere, sono possibili solo attraverso contratti di partnership definiti ad *hoc* per le forniture di tecnologie.

Infine, il PPP light consente di evitare di «annacquare» parte della remunerazione dell'investimento nel canone dei servizi *non core*, con importanti benefici sulla bancabilità e su eventuali rinegoziazioni del contratto.

11.4.3 La definizione del canone di disponibilità e del contratto¹³

La definizione del canone di disponibilità da porre a base di gara deve avvenire in funzione di un piano economico e finanziario finalizzato a simulare le principali voci di costo necessarie per sviluppare l'investimento e per garantire la disponibilità dell'immobile o tecnologia (manutenzione e calore¹⁴).

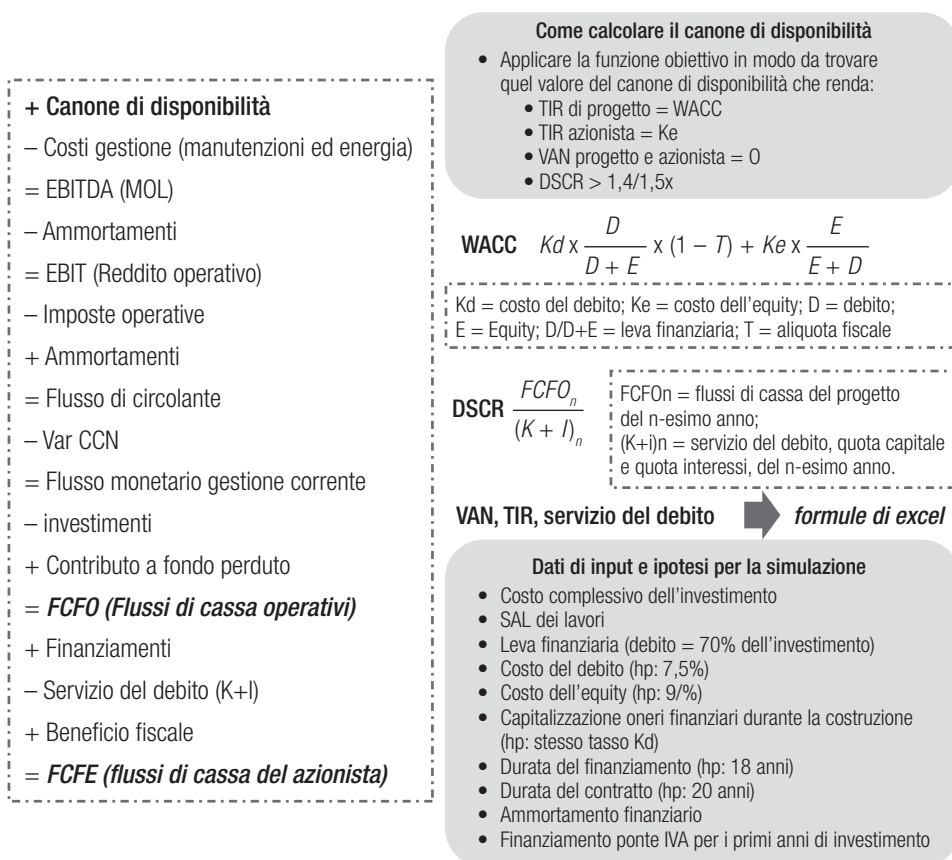
Sulla base di questi costi (Figura 11.9) è possibile definire il valore del canone di disponibilità annuo che consenta di raggiungere l'equilibrio economico e finanziario, misurato sia attraverso indicatori di convenienza economica (quali il VAN – valore attuale netto e il TIR – tasso interno di rendimento) sia attraverso indicatori di bancabilità (quale il DSCR – *debt service cover ratio*). Così facendo si definisce una soglia massima di ricavi per l'operatore privato, necessari per remunerare i fattori produttivi, il guadagno d'impresa e il costo del capitale investito (debito ed *equity*). Nel caso in cui i livelli di performance non siano adeguati, scattano le penali che andranno a ridurre la remunerazione dei fattori produttivi e a incidere sull'utile d'impresa.

Punto importante in relazione al canone di disponibilità è la modalità di adeguamento all'inflazione, in quanto non tutti i fattori che esso remunera ne

¹³ In questo paragrafo si forniscono indicazioni relative alla definizione del canone di disponibilità ai fini della strutturazione di operazioni di PPP per gli investimenti sanitari, sia «PPP light» sia PPP con servizi non sanitari. In quest'ultimo caso il canone di disponibilità sarà finalizzato a remunerare l'investimento e le tariffe dei servizi non sanitari saranno definite con l'obiettivo di coprire i relativi costi di gestione e per garantire l'adeguato utile d'impresa ai soggetti gestori.

¹⁴ Il canone di disponibilità potrà remunerare il servizio di gestione energetica oppure potrà essere previsto un canone ad hoc per questo servizio. Nel caso di un canone unico, esso dovrà essere comunque definito attraverso un processo a cascata, nel quale tener conto di tutti i fattori produttivi impiegati.

Figura 11.9 **Il modello per il calcolo del canone di disponibilità (nel contratto di disponibilità e nel project finance)***

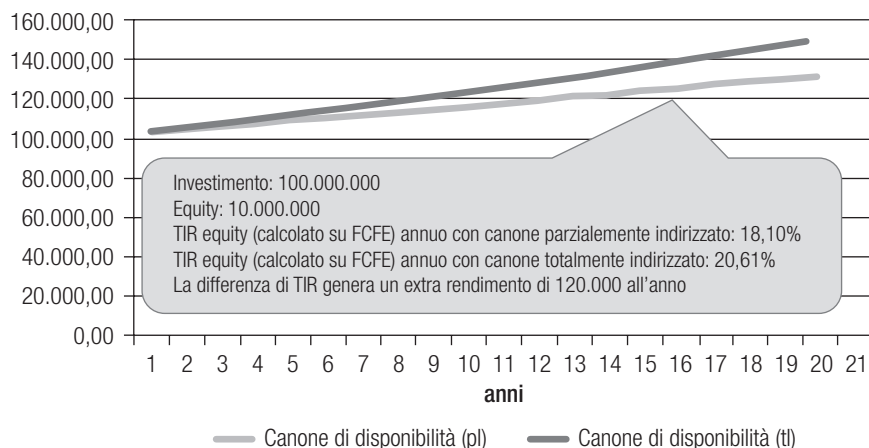


* I valori riportati in figura sono definiti con riferimento ai valori correnti di mercato (giugno 2012).

sono influenzati, come per esempio il costo del capitale di debito, quando è definito sulla base di un tasso fisso per lasciare all'operatore privato il rischio finanziario. Pertanto, non è corretto adeguare totalmente il canone di disponibilità all'inflazione. In Figura 11.10 si mostra un esempio riferito a un investimento indicativo di 100 milioni di euro, con una struttura finanziaria con una leva del 90% (e quindi con un *equity* pari al 10% del fabbisogno). In particolare essa evidenzia il diverso andamento del canone di disponibilità a parziale (pi) o totale (ti) indicizzazione e l'incidenza generata dall'indicizzazione sul Tasso Interno di Rendimento (TIR) calcolato sui flussi di cassa dell'azionista (FCFE).

Il contratto, o meglio un suo allegato, dovrebbe contenere una chiara defini-

Figura 11.10 **Indicizzazione all'inflazione del canone di disponibilità**



zione della performance relativa al concetto di disponibilità a cui l'azienda vuole tendere e delle modalità necessarie per monitorarla. In particolare, dovrà essere chiaramente specificati:

1. dettaglio delle prestazioni da erogare (che cosa, come, quando, rilevanza della prestazione – alta, media, bassa) per garantire la disponibilità;
2. livelli qualitativi attesi e intervallo di tolleranza prima dell'applicazione delle penali;
3. meccanismi di rilevazione e misurazione della performance (oltre ai *Key Performance Indicators*, possono essere utilizzati anche altri metodi, più qualitativi, quali rapporti o questionari di *customer satisfaction*, a seconda della tipologia di prestazione);
4. penali incentivanti per ciascuna prestazione;
5. meccanismi di applicazione delle penali;
6. meccanismi di aggiornamento dei prezzi (non sempre infatti la semplice rivalutazione all'inflazione può essere sufficiente).

Includere queste informazioni in modo chiaro e dettagliato nella documentazione di gara consente, da un lato, agli operatori privati di formulare delle offerte che tengano conto delle aspettative e degli obiettivi dell'azienda sanitaria; dall'altro, a quest'ultima, di migliorare il processo di selezione e di massimizzare i benefici del PPP. La fase della gara è, infatti, il momento in cui il suo potere negoziale è ai massimi livelli. Per mantenere alta la performance dei contratti servono comunque competenze specifiche anche durante la gestione del contratto. In particolare, le aziende sanitarie dovrebbero puntare sulle competenze di *contract manager*, essenziali per la buona riuscita di un contratto complesso

come quello di PPP: monitoraggio del contratto e della performance; misurazione della disponibilità; *risk management*; *problem solving*; negoziazione con gli operatori privati.

11.5 Secondo punto di attenzione: il finanziamento del PPP e il *credit crunch*

Se il finanziamento con capitali privati, attraverso forme di PPP, assume oggi in Italia quasi i connotati di «*only game in town*», come scrisse nel 1999 Allyson Pollock, principale esponente della critica al PPP nel Regno Unito¹⁵, per la necessità di ridurre i livelli di debito pubblico, non possono essere trascurati gli effetti della crisi finanziaria, che hanno impattato principalmente su:

1. innalzamento dei tassi di interesse sul debito a causa dei maggiori costi di raccolta;
2. riduzione della durata del finanziamento, generata da una raccolta a breve/medio termine;
3. *downgrading* o fallimento delle garanzie *monoline*, utilizzate soprattutto nel mondo anglosassone, per assicurare le emissioni di *project bond*¹⁶.

A questi effetti vanno sommati anche quelli derivanti dalla necessità di ridurre la rischiosità degli attivi (e quindi dei prestiti) delle banche, come effetto di Basilea 3.

Proprio su questi punti è concentrato il dibattito a livello europeo: Commissione Europea, Stati Membri e Istituzioni finanziarie sono, infatti, all'opera per introdurre nuovi meccanismi che consentano di riportare liquidità nel settore delle infrastrutture. Le misure allo studio riguardano *project bond*, sistemi di garanzie, anche pubbliche, intervento della Banca Europea per gli Investimenti, strutture *mini perm*¹⁷, maggiore centralità dell'*equity*, anche attraverso l'intervento di fondi sovrani.

11.5.1 Elementi per migliorare la bancabilità

In Italia, al fine di migliorare la finanziabilità del PPP, sono state introdotte negli ultimi sei mesi alcune novità legislative nel Codice dei Contratti, tra cui:

¹⁵ www.allysonpollock.co.uk

¹⁶ Obiettivo delle garanzie *monoline* era quello di innalzare il rating dei progetti di investimento da BBB-/BBB a BBB+ o superiori (KPMG 2011 e Moody's 2010), rendendo quindi possibile la collocazione dei *project bond* tra gli investitori.

¹⁷ I *mini perm* sono finanziamenti a medio termine per la fase di costruzione con incentivo o obbligo di rifinanziamento durante la fase di gestione.

1. riattivazione dei *project bond* (art. 157 del Codice dei Contratti¹⁸);
2. attenzione alla bancabilità del PPP (Art. 144, comma 3bis¹⁹: « i bandi e i relativi allegati, ivi compresi, a seconda dei casi, lo schema di contratto e il piano economico-finanziario, sono definiti in modo da assicurare adeguati livelli di bancabilità dell'opera);
3. coinvolgimento preliminare di uno o più istituti finanziatori in fase di gara (Art. 143, comma 7²⁰);
4. inclusione nel contratto di PPP della gestione funzionale ed economica, anche anticipata, di opere o parti di opere già realizzate (Art. 143, comma 4²¹);
5. cessione del diritto di proprietà o di godimento su beni immobili (Art. 143, comma 5²²).

Di seguito si analizzano questi elementi di novità.

Con riferimento agli investimenti in sanità, va detto che la bancabilità dei progetti è un problema di minore entità, poiché trattasi di progetti con rischio di domanda molto limitato: il pagamento al Concessionario o all'operatore privato (a seconda del tipo di contratto di PPP scelto) è, infatti, effettuato dall'azienda sanitaria. Questa caratteristica potrebbe essere particolarmente apprezzata dagli investitori istituzionali, ovvero i soggetti chiamati ad acquistare i *project bond* emessi dalla società di progetto. Sulla concreta attivazione dei *project bond* permangono comunque alcune criticità, relative all'impatto del rischio di costruzione, alle turbolenze del mercato finanziario e al merito di credito dell'Italia.

Nonostante i ridotti rischi sistemici²³ degli investimenti sanitari, va sottolineata l'importanza di strutturare operazioni che sin dal momento della gara possano trovare il *favor* degli enti finanziatori. Ed è proprio in questa direzione che va il citato comma 3 bis dell'Art. 144 del Codice dei Contratti. A tal proposito, come scritto sopra (paragrafo 11.4.1), sarebbe auspicabile strutturare operazioni

¹⁸ Articolo così sostituito dall'art. 41, comma 1, del D.L. n. 1 del 24/01/2012 in vigore dal 24/01/2012, e successivamente così modificato dalla Legge di conversione Legge 24 marzo 2012, n. 27, in vigore dal 25/03/2012

¹⁹ Comma introdotto dall'art. 50, comma 1, lettera a) del D.L. n. 1 del 24/01/2012 in vigore dal 24/01/2012, convertito senza modificazioni dalla Legge di conversione 24 marzo 2012, n. 27, in vigore dal 25/03/2012

²⁰ Modificato dalla Legge di conversione del DL 1/2012, Legge 24 marzo 2012 n. 27, in vigore dal 25/03/2012

²¹ Comma così modificato dall'art. 42, comma 2, lettera c), decreto-legge n. 201/2011 in vigore dal 06/12/2011

²² Comma così sostituito dall'art. 42, comma 1, decreto-legge n. 201/2011 in vigore dal 06/12/2011, poi convertito senza modifiche dalla Legge di conversione 214/2011, in vigore dal 28/12/2011, e successivamente così sostituito dalla Legge di conversione del DL 1/2012, Legge 24 marzo 2012 n. 27, in vigore dal 25/03/2012

²³ Il principali rischi sistemi nelle operazioni di PPP sono: domanda, inflazione, crisi economiche e valore residuale dell'opera realizzata.

con un canone di disponibilità pieno, ovvero un canone destinato a coprire il costo dell'investimento (al netto dell'eventuale contributo a fondo perduto), il costo dei capitali (di debito e di *equity*) e delle manutenzioni.

Va rilevato, inoltre, che l'inclusione di servizi di tipo commerciale nelle operazioni di PPP in sanità non costituisce un'adeguata garanzia per gli istituti di credito, *in primis* per la loro esposizione al rischio di domanda e poi per l'esigua incidenza sul servizio del debito.

Al fine di migliorare la bancabilità delle operazioni sarebbe, poi, auspicabile porre a base di gara un articolato contrattuale (convenzione) che riduca il più possibile gli spazi di negoziazione successivi all'aggiudicazione. Questi, infatti, sono causa di tempi mediamente lunghi (tra i 12 e i 24 mesi) per arrivare al *financial close*, ossia alla stipula del contratto di finanziamento tra il concessionario o operatore privato e il pool di banche²⁴.

Inoltre, una buona regola per garantire il giusto *trade-off* tra allocazione dei rischi al privato e bancabilità dell'operazione potrebbe essere la strutturazione della gara sulla base del progetto preliminare. Infatti, porre a base di gara quello definitivo, come auspicato da molti soggetti finanziatori, potrebbe comportare un'inefficiente allocazione dei rischi di costruzione.

Anche la previsione di un coinvolgimento preliminare degli enti finanziatori (di cui all'Art. 143 comma 7) è un elemento importante da considerare. In merito, è importante ricordare che è alquanto improbabile ottenere un *commitment* vincolante da parte delle banche in fase di gara (ad esempio attraverso una delibera di finanziamento) e che, nel caso in cui i pool di offerta la ottenessero, con molta probabilità si tratterebbe di un *commitment* con vincoli temporali. Infatti, in genere i tempi di validità di un'offerta di credito hanno una durata di 3 massimo 6 mesi, quindi ben inferiori ai tempi di valutazione e aggiudicazione di un progetto di PPP nel settore sanitario. Ciò detto, il *commitment* può essere ricercato in modo differente, per esempio attraverso un dialogo tecnico finalizzato a verificare le condizioni che rendono bancabile l'operazione e le clausole contrattuali rilevanti.

Con riferimento a queste ultime, di rilevante importanza sono: la rinegoziazione del contratto, la disciplina del subentro e degli indennizzi in caso di risoluzione del contratto, il rispetto dei tempi di pagamento del canone di disponibilità.

In relazione alla cessione del diritto di proprietà e di godimento su beni immobili, va specificato che non sempre essa ha l'effetto desiderato sull'equilibrio economico e finanziario. Va prestata attenzione al reale valore di questi immobili e comunque va tenuto in considerazione, specie se gli immobili sono ceduti

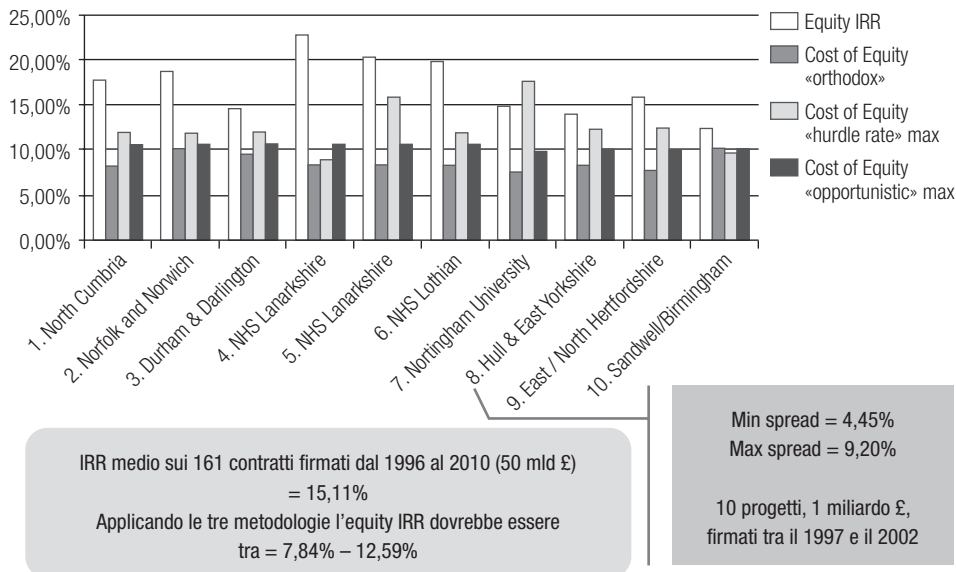
²⁴ Seppur ogni contratto vada costruito su misura, un punto di riferimento per la definizione dell'articolato contrattuale è rappresentato dal contratto standard per le concessioni sanitarie messo a punto da Unità Tecnica Finanza di Progetto (UTFP).

al termine della fase di costruzione (perché le attività vengono trasferite nella nuova struttura), il maggior fabbisogno finanziario durante la fase di realizzazione (per il finanziamento dell'intero investimento) e quindi l'impatto sulla struttura finanziaria dei proventi derivanti dalla cessione o dalla valorizzazione degli immobili ceduti. La cessione generalmente libera risorse finanziarie che danno luogo a una rinegoziazione del debito (rimborso anticipato) ed eventualmente anche dell'*equity*, con un miglioramento complessivo dei *cover ratios* (indicatori di bancabilità) dell'operazione. Eventuali rinegoziazioni del debito o dell'*equity* dovrebbero essere attentamente valutate da parte delle amministrazioni concedenti, al fine di evitare situazioni di eccessiva redditività per gli operatori privati. In questa direzione, si ricordano i casi emblematici del Regno Unito (come l'ospedale Norfolk and Norwich) che hanno poi indotto HM Treasury (NAO 2006) a imporre una equa distribuzione tra pubblico e privato dei benefici derivanti dalla rinegoziazione del contratto di finanziamento. Va comunque detto, diversamente da quanto si possa pensare, che la cessione di immobili attraverso l'operazione di PPP generalmente aumenta il profilo di rischio dell'operaziIn fine, nel caso si optasse per l'erogazione di contributi a fondo perduto, misura molto diffusa in relazione agli investimenti sanitari, spesso derivanti dalle allocazioni ex art. 20 L.67/88, va ricordato che quando essi superano il 50% del valore dell'opera l'investimento potrebbe essere classificato *on balance sheet* (Eurostat 2012).

11.6 Terzo punto di attenzione: costo del capitale, convenienza e sostenibilità

Il Treasury Committee (2011) dell'House of Commons britannica ha stimato una differenza media globale del 4% tra il costo del capitale di una operazione tradizionale e di una di PPP. Il National Audit Office (2012) ha poi stimato che in 84 su 118 progetti i ritorni sull'*equity* sono stati maggiori di quelli previsti, a seguito del rifinanziamento delle strutture finanziarie e della vendita dell'*equity* nel mercato secondario. L'elevato costo dell'*equity* (Figura 11.11) rispetto ai ritorni ritenuti accettabili (Hellowell e Vecchi 2012), considerando anche il limitato rischio delle operazioni di PPP in sanità (i rischi sistemici, di domanda, di inflazione e di valore residuale dell'opera, infatti, sono molto bassi), rappresenta ora una delle maggiori preoccupazioni nel Regno Unito, anche per la necessità di una maggior capitalizzazione delle società di progetto come conseguenza del *credit crunch*. Sempre il National Audit Office (2012) ha stimato, infatti, che il maggior rendimento sull'*equity* rispetto a quanto adeguato per remunerare i rischi ha un impatto tra l'1,5% e il 2,2% sulle *fee* annue pagate dalle amministrazioni committenti.

Figura 11.11 **Costo dell'equity nelle operazioni inglesi e confronto con il rendimento accettabile**



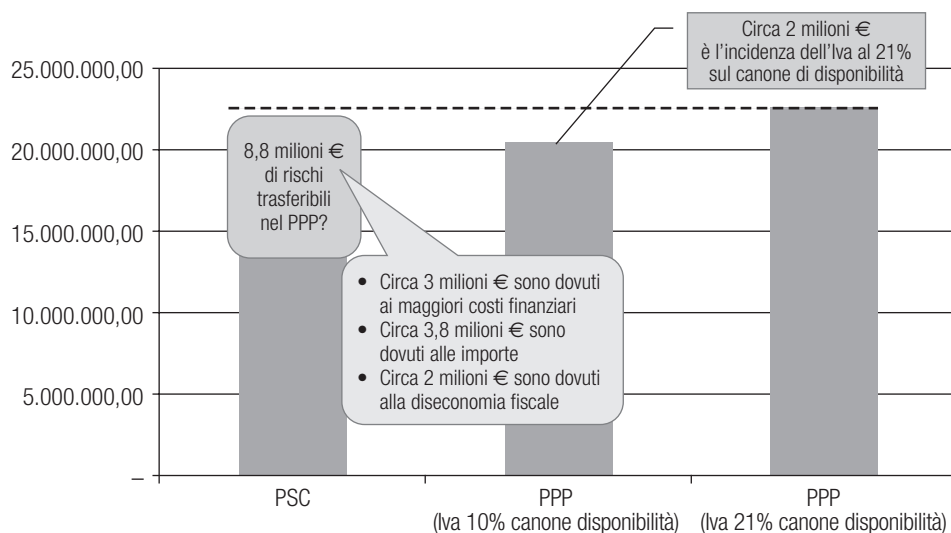
Fonte: Hellowell e Vecchi (2012)

11.6.1 Il Value for Money

I numeri evidenziati dal Treasury Committee e dal NAO non si discostano molto da semplici simulazioni di *Value for Money* fondate sui valori relativi al mercato italiano (Figura 11.12). Ipotizzando un investimento di 10 milioni di euro, il costo attuale netto (comprensivo di manutenzioni) per un periodo di 20 anni si attesta attorno a 14 milioni se finanziato con capitali pubblici e attorno a 23 milioni se finanziato con capitali privati. Il differenziale di 8,8 milioni è dovuto a: diseconomia fiscale IVA²⁵ (circa 2 milioni di euro); maggior costo finanziario dei capitali privati (circa 3 milioni di euro); imposte sul reddito della società di progetto (circa 3,8 milioni di euro). È evidente quanto possa essere complesso giustificare un differenziale di 8,8 milioni di euro in termini di trasferimento del rischio su un investimento iniziale di 10 milioni di euro.

²⁵ I canoni di disponibilità in operazioni di PPP scontano una diseconomia fiscale dovuta all'applicazione di una aliquota IVA ordinaria; mentre l'aliquota media di un investimento è di circa il 13% (considerando una aliquota del 10% sui lavori e del 21% sugli altri investimenti – arredi, progettazione etc.). L'Agenzia dell'Entrate «sta valutando se» si assoggettare i canoni di sponibilità ad una aliquota ridotta del 10%.

Figura 11.12 **Le determinanti del differenziale di costo tra una operazione tradizionale per la realizzazione di investimenti sanitari e il PPP**



Esempio di applicazione dell'analisi di Value for Money a un investimento tipo del valore di 10 milioni di euro + IVA. Si è ipotizzato per prudenza che i dati di input tra PSC (modello tradizionale) e PPP siano identici.

11.6.2 Il trasferimento dei rischi

Come evidenziato sopra, elemento cruciale ai fini della convenienza del PPP è il risparmio derivante da una miglior allocazione dei rischi all'operatore privato. In assenza di dati sull'Italia, anche in questo caso è necessario analizzare l'esperienza anglosassone, che mostra come il trasferimento dei rischi sia un elemento ancora molto critico e non adeguato (Tabella 11.3), evidenziando differenziali in termini di trasferimento dei rischi tra operazioni tradizionali e PPP non molto rilevanti.

Certo è che le aziende che in Italia hanno scelto contratti di PPP hanno sperimentato tempi di realizzazione molto veloci, se confrontati con il passato. Sarà importante dunque non solo strutturare bene i contratti, ma soprattutto dotare le aziende delle competenze adeguate per monitorarli e gestirli, applicando le penali quando necessario e negoziando con gli operatori privati. Sul primo aspetto, una maggior standardizzazione dei contratti potrà essere benefica e tra l'altro con importanti ritorni anche in termini di bancabilità delle operazioni. Nervo ancora scoperto sul trasferimento dei rischi è la misurazione dei rischi trasferiti e trattenuti con il PPP o con modalità tradizionali, anche al fine di poter applicare in modo concreto analisi di convenienza (come il *Value for Money test*).

Tabella 11.3 **Sintesi delle principali analisi sull'allocazione dei rischi nell'esperienza britannica**

Rispetto dei costi di costruzione	HM Treasury (nel 2003) stimava che l'88% dei progetti in PFI aveva rispettato i costi di costruzione previsti, contro un 27% dei progetti realizzati secondo procedure tradizionali (non PFI). Secondo dati più aggiornati del NAO (nel 2009), il 65% dei progetti in PFI ha rispettato i budget di spesa, contro un 54% non PFI.
Rispetto dei tempi di costruzione	HM Treasury (nel 2003) stimava che l'88% dei progetti in PFI aveva rispettato i tempi, contro un 30% dei progetti realizzati secondo procedure tradizionali (non PFI). Secondo dati più aggiornati del NAO (nel 2009), il 69% dei progetti in PFI ha rispettato i tempi, contro un 60% non PFI.
Manutenzioni	Su un campione di 19 ospedali, il NAO ha stimato, nel 2010, che nella metà dei casi le penali sono inadeguate a garantire performance; in due terzi dei casi le manutenzioni urgenti sono ritenute di scarsa qualità; in 14 casi le manutenzioni complessivamente sono migliorate. Inoltre, da un'intervista condotta nel 2010 a 72 manager di ospedali coinvolti in operazioni di PFI emerge che nel 20% dei casi le manutenzioni sono considerate insufficienti.
Qualità delle strutture	Il Building Research Establishment ha valutato che la qualità realizzativa su 8 ospedali realizzati in PFI e 8 non in PFI è pressochè identica.
Penali	Dall'intervista condotta dal NAO a 72 manager di ospedali coinvolti in operazioni di PFI risulta che: nel 36% dei casi il sistema delle penali è ritenuto inadeguato; nel 53% dei casi non sono state applicate penali nel periodo 2008 – 2009. Mediamente gli intervistati hanno ritenuto che le penali applicate sono di valore irrisorio (200£ e 650.000£).

Fonte: Rielaborazione da Vecchi (2011)

11.6.3 La sostenibilità

Per la prima volta dall'introduzione del PFI nel Regno Unito, il 25 giugno 2012 un *Trust* del *National Healthcare Service* è stato posto sotto amministrazione controllata. Si tratta del South London NHS Trust²⁶, che ha accumulato una perdita di 150 milioni di sterline a causa del contratto di PFI, che assorbe annualmente 61 milioni di sterline (pari a circa 14,4% del suo «fatturato»). Questa situazione è la punta dell'iceberg: vi sono, infatti, 22 NHS Trust che gestiscono circa 60 strutture sanitarie che versano in una grave situazione finanziaria come conseguenza di operazioni di PFI²⁷. Si stima che in totale la spesa per le operazioni di PFI abbia raggiunto nell'anno fiscale 2011 – 2012 la soglia degli 8 miliardi²⁸ e che nei prossimi trent'anni arriverà a 250 miliardi²⁹.

Alcuni NHS Trust hanno beneficiato di extra finanziamenti da parte del Governo inglese: per la precisione 7 Trust hanno ottenuto un *bailout* (salvataggio)

²⁶ Fonte: The Guardian, 27 giugno 2012, «We should not allow PFI contracts to cripple NHS trusts».

²⁷ Fonte: BBC Health, 22 settembre 2011, «Hospitals 'struggling with NHS mortgage repayments».

²⁸ Fonte: The Telegraph, 28 Aprile 2011, «Public Finance Initiative schemes will cost every household nearly £400 next year».

²⁹ Fonte: The Telegraph, 24 Gennaio 2011, «Private Finance Initiative: hospitals will bring taxpayers 60 years of pain».

di circa 1,5 miliardi lo scorso febbraio³⁰. Infatti, nel 1996 venne approvato il *Residual Liabilities Act*, una sorta di garanzia del governo inglese rispetto alla solvibilità dei NHS Trust nei confronti dei finanziatori. Sebbene il *Department of Health* non abbia ancora annunciato nessun piano per far fronte alla grave situazione finanziaria, in alcuni casi sono state avviate *spending review* sui contratti in essere che si stima possano fruttare circa 1,5 miliardi all'anno³¹. Si tratta di una misura che si pone in stretta sinergia con la *rebate campaign* avviata nel 2010 dal parlamentare Jesse Norman, per creare un *commitment* politico volto a ridurre gli elevati rendimenti che essi generano per il settore privato rinegoziando i contratti di PFI.

Proprio con l'obiettivo di verificare se vi siano margini di efficientamento nei contratti in essere, HM Treasury (2011) ha pubblicato una guida per supportare le amministrazioni e organizzazioni pubbliche nel «*make savings in operational PFI contracts*», ovvero a generare risparmi attraverso una più adeguata gestione e se necessario rinegoziazione dei contratti.

11.6.4 Il PPP «limited profit»

L'amministrazione controllata del South London NHS Trust è un «primo epilogo» che fa eco alle dichiarazioni del Treasury Committee dell'House of Commons (2011), che ha evidenziato che «1 miliardo di sterline di investimento realizzato con capitali privati sia costato ai cittadini circa 1,7 miliardi». Esso ha, infatti, sollecitato a ridurre il costo del finanziamento degli investimenti, anche attraverso l'individuazione di nuove fonti più economiche, e a bilanciare in modo più efficace rischio e rendimento per gli operatori privati, il cui coinvolgimento rimane importante per assicurare efficienza nella realizzazione degli investimenti.

A tal proposito, potrebbe giocare un ruolo rilevante la cosiddetta finanza sociale, che sta acquisendo a livello internazionale dignità di *asset class* (classe di investimento di interesse per gli investitori). La finanza sociale potrebbe apparire un'interessante soluzione per gli investimenti sanitari (sociali per definizione) considerando che il rendimento finanziario è stemperato (e quindi ridotto) dai benefici sociali per le comunità di riferimento (per questo si parla di *blended value finance*). A tal proposito, lo scenario internazionale, e ancora una volta quello anglosassone, non offre solo previsioni fosche³².

³⁰ Fonte: BBC Health, 3 Febbraio 2012, «Seven NHS trusts to get access to £1.5bn bailout fund».

³¹ Fonte: The Guardian, 19 luglio 2011, «Treasury identifies £1.5bn cost savings from PFI projects».

³² Nel Regno Unito, negli ultimi dieci anni, sono cresciute rapidamente diverse forme di investimento sociale che mirano a sostenere l'attività di imprese sociali che svolgono un'attività di interesse generale. Tra queste, per esempio, *Bridges Venture*, una società di gestione di fondi privati specializzata nel lancio di fondi di investimento sociali, che annovera tra i propri investitori istituzioni bancarie, fondi pensione, trust, fondazioni e soggetti privati. Oppure, interessanti sono le esperienze di *Future Builders* e di *Acume Fund*, anch'essi attivi nel finanziamento di imprese e progetti sociali.

Si sta vedendo, infatti, molto fermento sul fronte della finanza sociale, che nasce come modalità evoluta di finanziamento delle imprese sociali, in alternativa o in sinergia con la tradizionale fonte delle donazioni. Si tratta di modelli di finanziamento che nascono soprattutto per le imprese sociali non profit, ma che potrebbero offrire spunti di riflessione anche per il finanziamento del PPP.

Anche in Italia, da qualche tempo, si è iniziato a parlare di *impact investing*, ossia di quella particolare strategia di investimento che mira alla creazione di risultati non solo di carattere economico-finanziario, ma anche sociale ed ambientale (Vecchi e Randazzo 2012). Questo connubio è noto come *blended value* e un numero sempre maggiore di investitori è alla ricerca di investimenti sostenibili, ovvero finalizzati a creare un ritorno finanziario e sociale. Si tratta di investitori responsabili, che non accettano l'idea che sia necessario scegliere tra investire per massimizzare i rendimenti o effettuare erogazioni liberali per scopi puramente filantropici.

Per catalizzare queste risorse serve, da un lato, mettere a punto strumenti su misura, e, dall'altro, stimolare un approccio culturale favorevole.

Le forme tecniche che possono essere utilizzate variano in funzione delle caratteristiche dei *target* e dei settori di riferimento. Tuttavia l'obiettivo rimane comunque il medesimo: supportare l'attività di enti che realizzano un'attività di interesse collettivo, consentendo all'investitore di ottenere un ritorno, calmierato, sull'investimento.

L'utilizzo di strumenti mutuati dal mondo finanziario rappresenta sicuramente un'idea interessante, ma è comunque necessario superare le criticità che spesso si presentano al filtro dell'applicazione pratica. Limitando il nostro ragionamento al contesto italiano, è evidente come occorra avviare una riflessione riguardo alla possibilità di ideare modalità che permettano a investitori responsabili di investire nel capitale di veicoli sociali, deputati allo sviluppo di investimenti, quali quelli sanitari, in una logica di partnership pubblico – privato. Tra l'altro sono già operative in Italia alcune esperienze molto interessanti. Si pensi per esempio al fondo di *venture* Oltre Venture, che investe *equity* in *start up* sociali innovative. Oppure la fondazione Housing Sociale di Cariplo, per la realizzazione di interventi di *housing sociale* secondo logiche di *limited profit* che, oltre ad appoggiarsi a un veicolo finanziario per la raccolta di risorse, Polaris Investment SGR, gestisce la filiera realizzativa in modo efficiente, generando risparmi a parità di qualità.

Tra i veicoli societari presenti nel nostro panorama normativo funzionali allo sviluppo di iniziative e investimenti sociali (si pensi per esempio alla società veicolo di una operazione di PPP) è possibile citare la società in accomandita per azioni. Si tratta di un veicolo che, grazie alle sue caratteristiche intrinseche, permette di separare l'attività di «gestione» da quella di «investimento», assicurando in questo modo una *governance* stabile³³.

³³ L'articolo 2452 del Codice Civile stabilisce, infatti, che nella società in accomandita per azioni i soci accomandatari rispondono solidalmente e illimitatamente per le obbligazioni sociali, e i soci

Spostando l'attenzione dal singolo progetto al finanziamento di una *pipeline* di operazioni di PPP, si può ipotizzare la costituzione di una società di gestione del risparmio (SGR), ossia di una società che ha quale scopo esclusivo di costituire e gestire i fondi comuni di investimento.

Tuttavia, oltre ai modelli societari «classici», anche in Italia si assiste alla diffusione di modelli *low profit*, che traendo ispirazione da esperienze realizzate in altri paesi – si vedano ad esempio le *Community Interest Company* nel Regno Unito o le *Low Profit Limited Liability Company* in USA – prevedono un limite alla distribuzione dei dividendi e l'obbligo di reinvestire parte dei proventi della società per lo sviluppo di nuove iniziative.

Chiaramente, si tratta di modelli che dovrebbero essere legittimati principalmente da un punto di vista normativo, ma che ora stanno creando una «terza via» tra una visione tradizionale – che mira a estrarre valore dagli investimenti – e le iniziative di carattere benefico e caritatevole, caratterizzate da una finalità puramente filantropica.

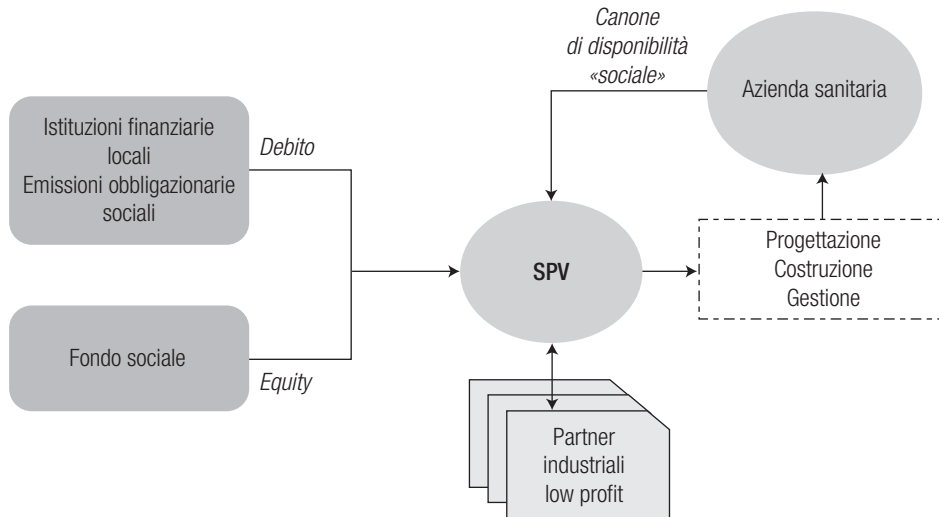
Tra l'altro il sistema bancario mostra sempre maggiore attenzione nei confronti di questo settore. Negli ultimi tempi sono stati lanciati, infatti, alcuni prodotti finanziari (emissioni obbligazionarie, ad esempio), volti a raccogliere «sul territorio» risorse da destinare al finanziamento di progetti di interesse collettivo di tipo locale, avvicinando quindi la raccolta all'impiego. È il caso ad esempio dei bond sociali emessi da Banca UBI o da alcune Banche di Credito Cooperativo (BCC) Piemontesi, proprio per sostenere progetti di investimento di tipo sociale, anche in campo sanitario³⁴. Si tratta di prime sperimentazioni, ancora molto vicine alla logica della donazione: parte dello *spread* è devoluto in favore di un progetto o di più iniziative sociali.

Si tratta comunque di un segnale molto positivo che dimostra anche l'interesse suscitato da questi prodotti tra gli investitori e i cittadini. Le emissioni obbligazionarie di tipo sociale trovano le loro radici nei *Social Impact Bond*, nati ancora una volta oltre Manica. Si tratta di uno strumento finanziario che lega il suo rendimento al risparmio generato da amministrazioni pubbliche grazie a progetti di impatto sociale (Randazzo 2011). Tipico è il caso del finanziamento di programmi per il recupero e l'inserimento lavorativo di ex detenuti che, in caso di successo, consentono al sistema pubblico di ridurre i costi legati alla recidività di questa popolazione.

accomandanti sono obbligati nei limiti della quota di capitale sottoscritta. La caratteristica peculiare di tale veicolo consiste nella coesistenza di due diversi gruppi di azionisti, i soci accomandanti, esclusi dall'amministrazione e responsabili limitatamente al proprio conferimento, i soci accomandanti, amministratori di diritto, illimitatamente responsabili. La società in accomandita per azioni, potrebbe essere sicuramente utilizzata come veicolo di investimento, in quanto è in grado di garantire la «continuità della gestione professionale», grazie ad una adeguata «separazione fra proprietà e gestione».

³⁴ Fonte: Plus Il Sole 24 Ore, 22 Ottobre 2011, «Obbligazioni in aiuto del Welfare».

Figura 11.13 Una possibile struttura di PPP sociale per gli investimenti sanitari



In Figura 11.13 si mostra una possibile struttura di PPP *«limited profit»*. Essa presenta le caratteristiche di una tradizionale operazione di PPP: al centro la società di progetto rappresenta lo snodo dei contratti di concessione, subappalto, fornitura e finanziamento; e dei flussi di cassa. Le principali differenze sono relative alla natura sociale o meglio *limited profit* degli attori coinvolti (finanziatori e partner industriali) che consente all'azienda sanitaria di ridurre il canone di disponibilità, in quanto depurato di extra rendimenti.

11.7 Conclusioni

In questo capitolo si sono voluti fornire alcuni aggiornamenti sul dibattito relativo agli investimenti sanitari finanziati con capitali privati nel Regno Unito (che rimane tutt'ora punto di riferimento a livello internazionale per la mole di progetti e per il grado di *disclosure* informativa) e alcuni spunti di riflessione sull'utilizzo del PPP in sanità.

Nonostante il PPP rappresenti un importante cardine della politica di investimento del nostro Governo, come di molti altri a livello europeo e internazionale, non possono essere trascurati i maggiori costi che esso genera: sia diretti, immediatamente misurabili attraverso i canoni che le aziende sanitarie devono corrispondere; sia indiretti, riconducibili ai costi di transazione generati dalla complessità contrattuale.

In particolare, sono stati forniti alcuni stimoli per ripensare il PPP secondo modalità che abbiamo definito *light* e *limited profit*. Ora abbiamo bisogno di

«osare», ovvero sperimentare in una logica *street level*. Gli strumenti giuridici sono disponibili, le risorse finanziarie (sociali) anche. Le aziende sanitarie hanno quindi tutti gli spazi per ideare nuovi modelli di sviluppo degli investimenti. La strutturazione di PPP *light* trova nel contratto di disponibilità un vero e proprio *endorsement* normativo.

Per quanto riguarda, invece, le soluzioni *limited profit*, sicuramente vi è bisogno di un maggior sforzo di progettazione dell'architettura complessiva dell'operazione e di *governance* degli *stakeholder* locali. Non essendo ancora attivi fondi di investimento e prodotti finanziari sociali per così dire di massa, è, infatti, necessario costruire tutta la filiera e quindi coinvolgere, per esempio, gli attori finanziari locali nel processo di raccolta delle risorse finanziarie sociali. È, inoltre, necessario strutturare la filiera del progetto di investimento in modo da incentivare innovazione, efficienza e qualità, stimolando un approccio *low/limited profit*. Tutto ciò richiede nuove competenze, nel settore pubblico e in quello privato. Si tratta, tuttavia, di una sfida che vale la pena accettare per rendere più sostenibili i progetti di investimento, che alle condizioni attuali rischiano di appesantire ancora di più i budget sanitari futuri solo per ripagare la componente immobiliare. Certamente potrebbero essere utili misure di detassazione: sia per gli operatori privati, sia per le aziende sanitarie. A tal proposito si ricorda che nel Regno Unito l'IVA sui canoni di disponibilità è recuperabile.

Potrebbe essere utile, inoltre, «guardarsi alle spalle». Infatti, in un periodo in cui la parola d'ordine sembra essere *spending review* sarebbe opportuno mettere la lente d'ingrandimento anche sui contratti di PPP in corso, al fine di verificare gli eventuali spazi di rinegoziazione degli stessi, per migliorarne l'efficienza e la qualità; o, più semplicemente, attraverso una miglior definizione dei livelli di servizio e dei sistemi di monitoraggio delle performance.

Infine, sarebbe auspicabile dare maggior *disclosure* alle performance dei contratti di PPP attivi, con particolare riferimento ai rischi del progetto, alle cause di rinegoziazione, ai tempi o ritardi di costruzione, agli eventuali ritardi di pagamento e così via. Questo consentirebbe di costruire dei *benchmark* utili, da un lato ai soggetti finanziatori per valutare i reali rischi delle operazioni, specie in fase di costruzione, e dall'altro lato alle amministrazioni concedenti/appaltanti al fine di apprendere dagli errori o dalle buone pratiche, innescando quindi un circolo virtuoso.

Bibliografia

Amatucci F., Favretto F., Vecchi V., (2010), «Il finanziamento degli investimenti sanitari: il partenariato pubblico privato «su misura»», in E. Cantù (a cura di) *L'aziendalizzazione della sanità in Italia: Rapporto OASI 2010*, Milano, EGEA.

- Dudkin G., Väilä T. (2005), *Transaction costs in public-private partnerships: a first look at the evidence*, EIB Economic and Financial Report 2005/03 Luxembourg: European Investment Bank.
- Eurostat (2012), *Manual on Government Deficit and Debt*, Implementation of ESA95, Luxembourg.
- KPMG (2011), *Europe 2020 Project Bond Initiative, KPMG response to the Stakeholder Consultation Paper*. Disponibile al link http://ec.europa.eu/economy_finance/consultation/pdf/kpmg_en.pdf
- Hellowell M., Vecchi V. (2012) «What return for risk? The price of equity capital in public-private partnerships», in Greve C., Hodge G., (a cura di) *Rethinking Public Private Partnership*, Abingdon, Routledge.
- HM Treasury (2006), *Operational Taskforce Note 1: Benchmarking and market testing guidance*, London.
- HM Treasury (2011), *Making savings in operational PFI contracts*, London.
- Moody's (2010), *Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2008*. Disponibile al link http://www.moody.com/researchdocument-contentpage.aspx?docid=PBC_123903
- NAO (2006), *Update on PFI debt refinancing and the PFI equity market*, London, The Stationery Office.
- NAO (2012), *Equity investment in privately financed projects*, London, The Stationery Office.
- Randazzo R. (2011), *Social Impact Bond: un nuovo strumento per la finanza sociale*, Enti non profit n. 7.
- Treasury Committee, (2011), *Private Finance Initiative, Seventeenth Report of Session 2010-12*, London: House of Commons.
- Vecchi V., (2011), «Il project financing per gli investimenti sanitario – il punto di vista degli operatori privati», in E. Anessi Pessina, E. Cantù (a cura di) *L'aziendalizzazione della sanità in Italia: rapporto OASI 2011*, Milano, EGEA.
- Vecchi V., Randazzo R., (2012), «Finanziare l'impresa sociale come motore di sviluppo locale», *Economia & Management* (in corso di pubblicazione)