

Collana **CERGAS**

Centro di Ricerche sulla Gestione dell'Assistenza Sanitaria e Sociale dell'Università Bocconi

Rapporto OASI 2007

L'aziendalizzazione della sanità in Italia

Il rinnovamento dei sistemi sanitari è da tempo al centro del dibattito politico e scientifico nazionale e internazionale. Con l'istituzione di OASI (Osservatorio sulla funzionalità delle Aziende Sanitarie Italiane), il CERGAS ha voluto confermare quale punto di riferimento per l'analisi dei cambiamenti in atto nel sistema sanitario italiano secondo un approccio economico-aziendale. Ha inoltre creato un tavolo comune dove mondo accademico e operatori del SSN possono interagire ed essere nel contempo promotori e fruitori di nuova conoscenza.

Ogni anno, l'attività di ricerca di OASI viene raccolta in un Rapporto Annuale.

Il Rapporto 2007:

- presenta l'assetto complessivo del SSN e i principali dati che lo caratterizzano; propone inoltre due approfondimenti su spesa sanitaria privata e confronti internazionali;
- a livello regionale, analizza i sistemi di accreditamento e quelli di finanziamento, gli accordi integrativi con la medicina generale e le iniziative di governo dell'assistenza farmaceutica;
- a livello aziendale, prosegue l'indagine sulle iniziative di riassetto istituzionale, dedicandosi in particolare alle sperimentazioni gestionali e alla centralizzazione degli acquisti; propone una metodologia per l'analisi della produzione di prestazioni ospedaliere a livello di reparto e un modello di valutazione degli investimenti nei sistemi ERP; approfondisce le caratteristiche degli "ospedali di insegnamento"; propone un confronto tra le politiche retributive di diverse aziende sanitarie pubbliche e private; presenta un caso aziendale in tema di strategia; si chiude con un'analisi critica delle esperienze di project finance.

Eugenio Anessi Pessina si è laureato in Economia aziendale presso l'Università Bocconi. Ha successivamente conseguito un Master of Arts e un Ph.D. in Managerial Science and Applied Economics presso la Wharton School dell'Università di Pennsylvania. Attualmente è professore straordinario di Economia aziendale presso l'Università Cattolica (sede di Roma) e senior fellow della Wharton School. È responsabile scientifico di OASI.

Elena Cantù si è laureata in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi. Ha successivamente conseguito il Dottorato di ricerca in Economia delle aziende e delle amministrazioni pubbliche presso l'Università degli Studi di Parma. Attualmente è lecturer presso l'Università Bocconi e svolge attività di docenza presso la SDA. È coordinatrice di OASI.

ISBN 978-88-238-5084-2



9 788823 850842

www.egeaonline.it

Rapporto OASI 2007

Anessi Pessina • Cantù



Rapporto OASI 2007

L'aziendalizzazione della sanità in Italia

a cura di
Eugenio Anessi Pessina
Elena Cantù

CERGAS CENTRO DI RICERCHE
SULLA GESTIONE
DELL'ASSISTENZA SANITARIA E SOCIALE
DELL'UNIVERSITÀ BOCCONI



16 Il project finance in sanità: un'analisi delle caratteristiche economiche e finanziarie

di Fabio Amatucci, Alberto Germani e Veronica Vecchi*

16.1 Introduzione

Il *project finance* (spesso indicato con l'acronimo PF) rappresenta uno degli strumenti più comunemente utilizzato negli anni recenti per il finanziamento degli investimenti pubblici, in Italia e in Europa. La sua diffusione è sicuramente da ricondurre:

- ▶ alla scarsità delle risorse pubbliche disponibili, come per esempio è accaduto nel settore sanitario dove i fondi dell'art. 20 della legge 67/1988, oltre a essere stati sottostimati rispetto ai reali fabbisogni, sono ormai esauriti (Marsilio e Vecchi 2004)¹;
- ▶ alla necessità di garantire maggiore tempestività nella realizzazione delle opere e un miglior livello qualitativo dei servizi.

Il primo punto giustifica l'enfasi posta sul *Private Finance Initiative* (PFI, termine utilizzato nei paesi anglosassoni per indicare l'utilizzo di capitali privati per la realizzazione e gestione di servizi pubblici) dal governo inglese che ha dichiarato che questo strumento, specie con riferimento alla sanità, rappresenta *the only game in town*, l'unica soluzione possibile per realizzare investimenti complessi ad alta intensità di capitali².

* Il par. 16.6 è da attribuire a Fabio Amatucci, Veronica Vecchi e Alberto Germani, membro dell'Unità Tecnica Finanza di Progetto del CIPE. I restanti paragrafi a Veronica Vecchi. Si ringrazia Andrea Predan, laureando presso la laurea specialistica CLAPI dell'Università Bocconi, per il prezioso contributo dato alla raccolta e aggiornamento dei dati.

¹ La legge Finanziaria 2007, in relazione alle esigenze di adeguamento strutturale e tecnologico del SSN, ha elevato a 20 miliardi di euro il finanziamento complessivo del programma, con un rifinanziamento pari a 2.424.971.723,98 euro.

² All procurements in the NHS which would involve capital expenditure should normally consider PFI (Boyle e Harrison 2000).

Il secondo elemento riporta, invece, alla definizione di *project finance*, che è strumento per il finanziamento privato di servizi collegati a un'infrastruttura³ e non deve essere concepito solo per finanziare la parte infrastrutturale.

In Italia le prime esperienze di *project finance* sono state spinte dalla necessità di sperimentare forme miste di finanziamento, pubblico e privato, per la realizzazione di infrastrutture: l'enfasi è sempre stata posta sullo strumento, anche per un effetto «emulazione», e sull'investimento; la componente dei servizi, pur generando spesso difficoltà sul fronte delle valutazioni, dati i lunghi periodi di concessione che caratterizzano l'applicazione del PF al settore degli investimenti pubblici, non è mai stata concepita come elemento fondante delle operazioni.

Questo aspetto è facilmente percepibile dalla scarsa attenzione alla dimensione gestionale nelle fasi di gara per la selezione degli operatori e in un orientamento diffuso a limitare il numero di servizi da inserire nel contratto di *project finance*. Si tratta comunque di un atteggiamento che può derivare:

- ▶ dalla spesso sperimentata minore qualità del servizio privato pur a fronte di costi talvolta più elevati rispetto alla soluzione di gestione interna;
- ▶ dalla mancanza di esperienze di *project finance* concluse che possano rappresentare un *benchmarking* di riferimento.

I dati relativi al numero delle procedure di *project finance* avviate, riferite sia alle operazioni a iniziativa pubblica sia a quelle a iniziativa privata⁴, mostrano una certa vivacità del settore sanitario, che rappresenta il 6,1 per cento del numero complessivo delle iniziative messe in gara nel 2005, come evidenziato in Fig. 1.6.1. L'incidenza del settore sanitario aumenta notevolmente se si considera il valore degli investimenti: oltre il 53 per cento è, infatti, rappresentato dall'edilizia sanitaria e sociale (Amatucci, Marsilio e Vecchi 2005). Nel Regno Unito, dove la scelta del PFI è stata istituzionalizzata, gli investimenti nel settore sanitario ammontano a circa il 16,5 per cento del totale delle *public private partnership* in corso⁵.

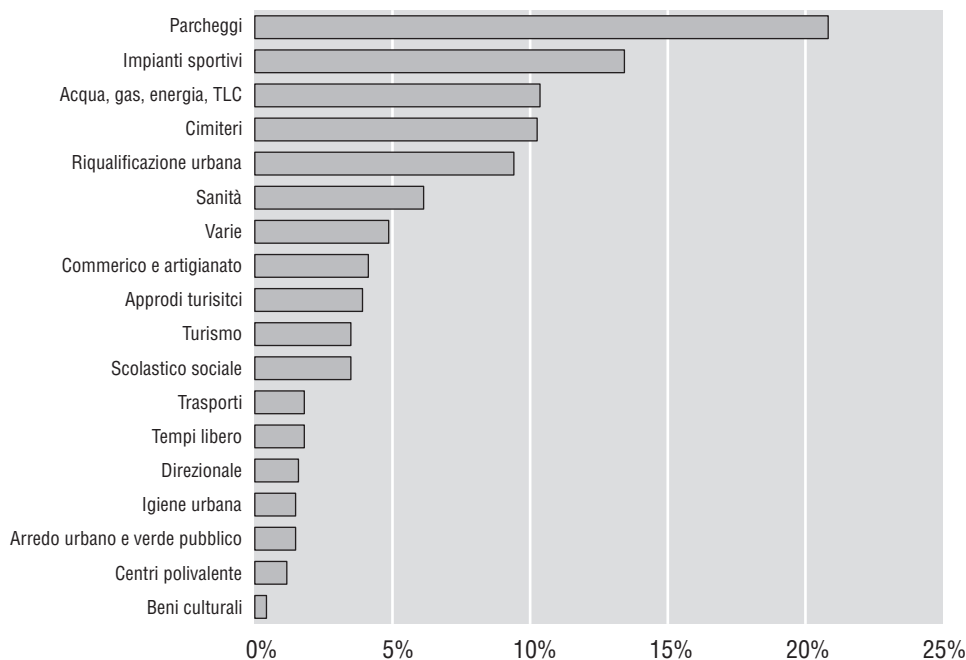
L'Italia rappresenta il secondo mercato europeo per valore capitale e terzo per numero di PF nel settore sanitario, pur essendo tuttavia ritenuto «chiuso» alla competizione internazionale, nel senso che non è capace di attirare investitori dall'estero a causa dell'elevata competizione locale tra pochi grandi operatori (DLA Piper 2005).

³ Il termine inglese, *infrastructure based services*, è sicuramente molto più evocativo di questo concetto rispetto alla sua traduzione italiana.

⁴ Il *project finance* a iniziativa pubblica è disciplinato dall'art. 144 del D.lgs. 163/2006 (ex art. 20 della legge 104/1994 e s.m.i.) e quello a iniziativa privata dall'art. 153 del medesimo decreto (ex artt. 37-bis e ss. della legge 104/1994 e s.m.i.).

⁵ Il dato si riferisce a progetti aggiudicati (International Financial Service, *PFI in the UK & PPP in Europe*, Londra, 2007).

Figura 16.1 **Incidenza del settore sanitario sul totale dei project finance messi in gara nel 2005**



Fonte: rielaborazione su dati Infopieffe

La Fig. 16.2 mostra come anche altri paesi europei si stiano muovendo in modo sistematico verso l'utilizzo del *project finance* nel settore sanitario. I dati mostrano una rilevante crescita del mercato spagnolo e portoghese, soprattutto a partire dal 2004 e di quello francese, in cui si registrano 43 progetti di partnership⁶, molti dei quali previsti nell'ambito del piano «Hôpital 2007»⁷.

Con riferimento alla sanità è utile evidenziare che la vivacità delle amministrazioni⁸ nell'avviare iniziative di *project finance* è spesso accompagnata da un debole *project management* nella fase di strutturazione dell'operazione, che è momento fondamentale per:

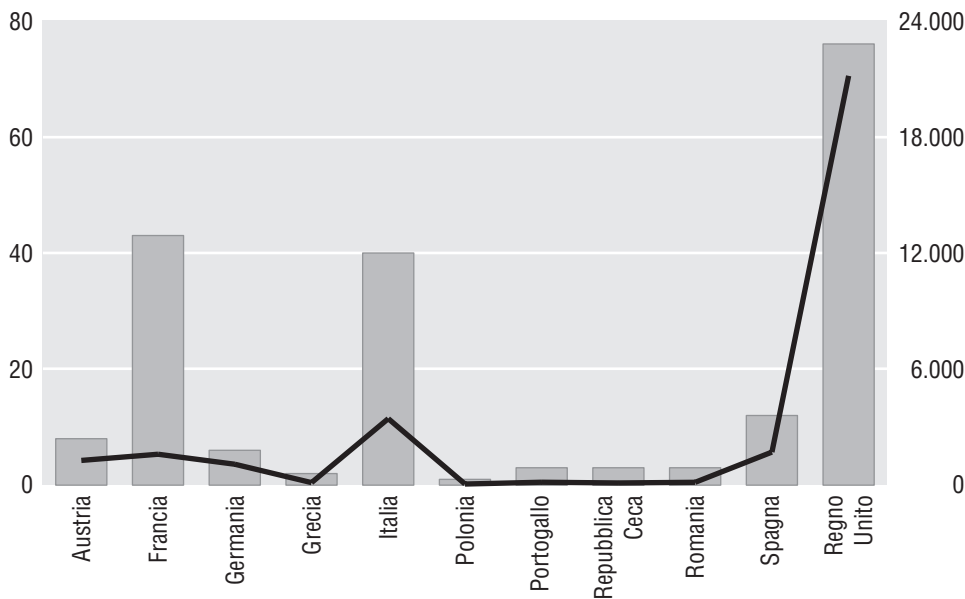
- valutare l'appropriatezza e la convenienza dello strumento;

⁶ Cfr. MAINH 2007, *Mission nationale d'appui à l'investissement hospitalier*, www.mainh.sante.gouv.fr.

⁷ L'avvio di Hôpital 2007 è stato possibile anche grazie all'utilizzo di linee di credito erogate dalla BEI, la Banca Europea per gli Investimenti, che dal 2000 al 2006 ha finanziato 25 progetti per un valore di 1,5 miliardi di euro (fonte BEI).

⁸ L'osservatorio Infopieffe da cui sono stati estratti i dati proposti considera come investimenti sanitari anche quelli di tipo socio-sanitario (come le RSA) che nella maggior parte dei casi sono realizzati dalle amministrazioni comunali.

Figura 16.2 **Il mercato del project finance nel settore sanitario in Europa**
(valore complessivo degli investimenti e valore medio delle operazioni
in milioni di euro)



Fonte: indicare (anno)

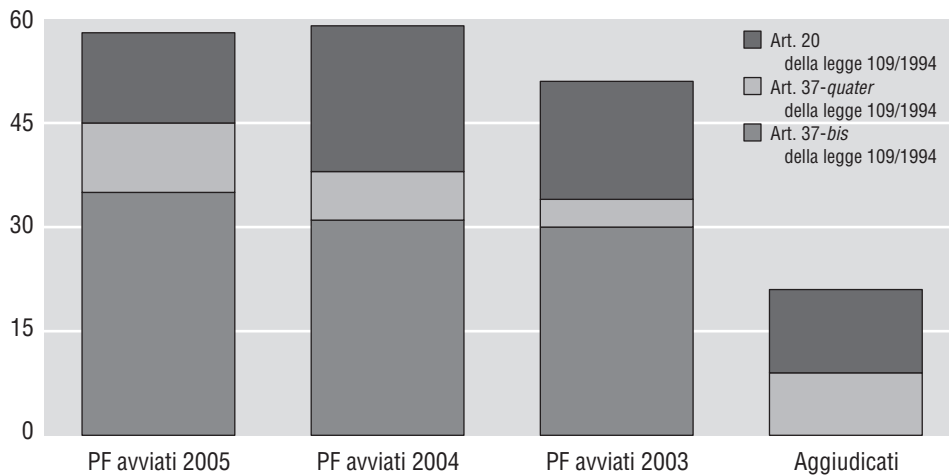
- ▶ definire le caratteristiche ottimali dell'operazione affinché l'operatore privato possa trovare l'investimento interessante e affinché l'iniziativa risulti pienamente rispondente ai fabbisogni.

Questa debolezza nella fase di strutturazione dell'operazione, che dovrebbe precedere la selezione dell'operatore privato e che materialmente si traduce nella predisposizione di un'adeguata e ricca documentazione di gara capace di orientare l'operatore privato, è riscontrabile confrontando il numero delle operazioni avviate con il numero delle concluse o il numero di quelle avviate attraverso la procedura a iniziativa privata (*ex art. 37-bis*) e quelle che passano alla seconda fase di gara (*ex art. 37-quater*), come evidenziato in Fig. 16.3.

Obiettivo del capitolo è quello aggiornare i dati sull'avanzamento del *project finance* in sanità presentati nel Rapporto OASI 2006 (Amatucci e Lecci 2006) e di fornire una analisi delle principali caratteristiche economiche e finanziarie di alcuni progetti, aggiudicati e in corso, al fine di individuare un modello di valutazione finalizzato a:

- ▶ contribuire a una maggior diffusione della valutazione *ex ante*;
- ▶ stimolare le autorità regionali (assessorati, direzioni generali e finanziarie o

Figura 16.3 Procedure avviate e aggiudicate



Nota: i dati relativi alle gare avviate fanno riferimento a tutto l'universo censito da Infopieffe; quelli relativi alle gare aggiudicate fanno riferimento solo agli investimenti superiori a 10 milioni di euro, che rappresentano comunque la maggioranza dei casi e dato che l'investimento medio in sanità è di circa 70 milioni di euro (Amatucci, Marsilio e Vecchi 2005).

Fonte: rielaborazione dati da Infopieffe

agenzie) a definire modelli condivisi di convenienza che possano supportare la programmazione degli investimenti e la loro valutazione;

- ▶ individuare alcuni elementi di confronto che:
 - ◀ possano rappresentare un punto di riferimento per tutte quelle aziende sanitarie che sono chiamate a effettuare valutazioni di convenienza;
 - ◀ possano guidare e orientare gli operatori privati (istituzioni finanziarie e *contractor*) che in assenza di un sistema di valutazione adeguato (*ex ante* e *in itinere*) sono da un lato disincentivati a partecipare e dall'altro, quando partecipano, impongono spesso condizioni molto esose per il sistema pubblico.

Quest'ultimo punto rappresenta uno dei nodi di principale criticità che sembra minare la possibilità di applicare in modo conveniente lo strumento. Da un lato esiste una forte concentrazione di alcuni operatori, i maggiori, coloro che hanno elevate capacità di *lobbying* e disponibilità finanziarie in grado di far fronte agli elevati costi di transazione⁹ dovuti alle lunghe procedure di selezione. Dall'altro lato, l'incapacità di elaborare adeguati *business plan* e quindi valutazioni di con-

⁹ «Transaction costs are usually about 3 or 5 percent in well developed policy environments, while they may be 10 to 12 percent in pioneering projects. The early history of PFI in the UK was clouded by private sector complaints of over-protracted and wasteful project bidding and aborted projects. The cost of taking part in a PFI bidding process was estimated at between £0.5m and £2.5m» (Klein *et al.* 1996).

venienza *ex ante* da parte delle aziende sanitarie, autonomamente o con il supporto delle strutture regionali, non favorisce la progressiva legittimazione del sistema e quindi l'apertura del mercato a operatori più efficienti e competitivi.

Inoltre, la valutazione ragionata delle caratteristiche economico finanziarie delle principali operazioni può supportare alcune regioni nella valutazione della sostenibilità dello strumento ed eventualmente incoraggiare scelte verso altri strumenti o meccanismi di finanziamento, contribuendo anche a risolvere, seppur parzialmente, il conflitto che spesso si è originato tra regioni e aziende sanitarie e la conseguente situazione di stallo e annullamento di gare che ha causato la fuoriuscita dal o il non ingresso nel mercato degli operatori più innovativi e competitivi, mantenendo spesso in vita operazioni inefficienti, sostenute da radicati e forti poteri di *lobbying*.

16.2 Metodologia e campione analizzato

L'indagine svolta è strutturata in due fasi.

La prima consiste nell'aggiornamento e arricchimento del database definito in occasione del primo monitoraggio OASI (Amatucci e Lecci 2006) strutturato secondo le seguenti dimensioni di analisi (riferite all'universo delle operazioni di *project finance* avviate, già aggiudicate o con procedura ancora in corso, di valore superiore ai 10 milioni di euro¹⁰): stato corrente progetto; concedente; regione di ubicazione; concessionario; anno di avvio; natura progetto; totale investimento; prezzo; prezzo/investimento; procedura; anno inizio; anno termine; durata concessione; durata procedura; numero di proposte ricevute. Tale analisi è presentata nel par. 16.3.

La seconda consiste nell'analisi delle caratteristiche economico e finanziarie di un campione di 12 iniziative di *project finance*, di cui 7 aggiudicate e 5 con procedura in corso. Il valore cumulato dell'investimento relativo al campione è di circa 1.670.000.000 di euro (poco meno della metà del valore di tutte le esperienze avviate in Italia), ripartito tra progetti di ammontare differente, compreso tra i 6,5 milioni di euro e gli oltre 200 milioni.

Con riferimento alla tipologia di investimento il campione è misto e composto da un progetto per la realizzazione di servizi a carattere commerciale, un progetto di riconversione, sette progetti di costruzione di nuove strutture e tre che si compongono di una parte di ristrutturazione e una parte di costruzione di nuovi spazi.

I progetti considerati sono geograficamente distribuiti nelle seguenti aree territoriali: nove in regioni del Nord, uno nel Centro e due nelle regioni del Sud.

Le principali categorie prese in considerazione per l'analisi economica e finanziaria delle operazioni sono le seguenti: struttura finanziaria e prezzo; leva

¹⁰ La ricognizione non ha considerato gli investimenti in strutture per i servizi socio-sanitari realizzate dalle amministrazioni comunali.

finanziaria; modalità di remunerazione dell'operatore (struttura del canone, modalità di revisione e tasso di inflazione utilizzato); valore attuale netto del progetto e dell'azionista¹¹; tasso interno di rendimento del progetto e dell'azionista; periodo cuscinetto (periodo che intercorre tra il termine dell'ammortamento del finanziamento e il termine della concessione); tasso di sconto; ammontare delle *fees* per consulenze legali e finanziarie; costo annuo della società di progetto; *Debt Service Cover Ratio* (DSCR). I risultati sono presentati nel par. 16.4.

I dati analizzati nelle due fasi di analisi sono aggiornati al 30 aprile 2007.

16.3 Il project finance in sanità: un aggiornamento delle esperienze in corso

Come scritto nell'introduzione, le esperienze di *project finance* in sanità, di valore superiore a 10.000.000 di euro ammontano a 40, per un valore di circa 3.440.000.000 euro.

Analizzando lo stato delle iniziative si evidenzia come quasi la metà, 18, non hanno ancora raggiunto la fase di aggiudicazione della concessione; 10 sono alla fase della progettazione/costruzione; 3 presentano una situazione ibrida, caratterizzata da una parziale consegna delle aree per la gestione e lavori ancora in corso su altre porzioni; 8 hanno terminato i lavori e sono entrati nella fase di gestione; un progetto risulta sospeso.

I progetti in fase di gestione, che costituiscono le prime esperienze in Italia di *project finance*, rappresentano solo il 6 per cento del valore cumulativo di tutte le operazioni. Anche nel Regno Unito (cfr. Tab. 16.1) le prime operazioni (*first and second waves*), che oggi sono in fase di gestione, mostrano un dimensionamento economico più contenuto, pari al 23 per cento del valore complessivo. Le successive «ondate» di operazioni, che oggi sono nella fase dei lavori, sono caratterizzate, sia in Italia che nel Regno Unito, da valori medi più elevati: ciò dimostra il raggiungimento di economie di conoscenza e una maggior fiducia degli operatori pubblici e privati che sono disposti ad affidare allo strumento del *project finance* investimenti più consistenti. Inoltre, si evidenzia che in percentuale il numero e il valore dei progetti non ancora aggiudicati in Italia e nel Regno Unito è pressoché simile.

¹¹ Il Valore Attuale Netto (VAN o *Net Present Value*, NPV, in inglese) è un indicatore che misura la capacità di creare o distruggere ricchezza del progetto. Esso può essere calcolato con riferimento ai flussi di cassa del progetto (FCFO) o ai flussi di cassa dell'azionista (FCFE). Indicatore collegato al VAN è il TIR, tasso interno di rendimento, esso indica il tasso che rende nullo il VAN. Anch'esso è calcolato con riferimento a FCFO e a FCFE. Le operazioni di *project finance* per la realizzazione di investimenti pubblici devono garantire un VAN del progetto almeno pari a zero e conseguentemente un TIR almeno pari al tasso di sconto altrimenti nessun operatore privato trova conveniente investire sul progetto.

Tabella 16.1 **Confronto Italia-Regno Unito sullo stato d'avanzamento delle operazioni di project finance (2006)**

	Italia				Regno Unito			
	Numero progetti	Percentuale	Ammontare milioni di euro	Percentuale	Numero progetti	Percentuale	Ammontare milioni di euro	Percentuale
Fase di gestione	8	20%	223,25	6%	31	41%	4.803,00	23%
Lavori in corso	10	25%	1.088,86	32%	12	16%	6.220,50	29%
Parziale consegna	3	8%	514,87	15%				
Non aggiudicati	18	45%	1.570,97	46%	33	43%	10.129,50	48%
Sospesi	1	3%	40,50	1%				
Totali	40	100%	3.438,45	100%	76	100%	21.153,00	100%

Fonte: per il Regno Unito NHS; per l'Italia nostra elaborazione

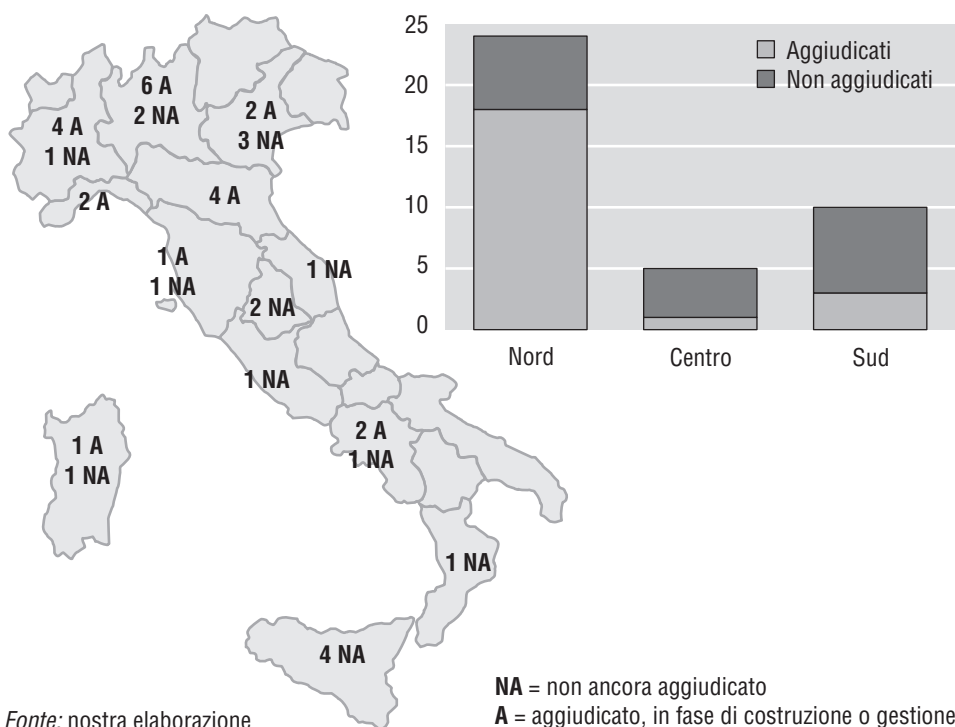
Con riferimento alla distribuzione geografica dei progetti (Fig. 16.4):

- ▶ oltre la metà dei progetti (62 per cento) si concentra al Nord; qui si trova anche l'82 per cento dei progetti aggiudicati sul totale nazionale;
- ▶ solo il 13 per cento si trova nel Centro, con una incidenza molto contenuta di aggiudicazioni sul totale nazionale (5 per cento) e una percentuale di progetti che non hanno ancora raggiunto l'aggiudicazione pari all'80 per cento;
- ▶ il 26 per cento dei progetti si concentra al Sud, dove si trova il 14 per cento dei progetti aggiudicati sul totale nazionale e una percentuale di progetti che non hanno ancora raggiunto l'aggiudicazione pari al 70 per cento, con procedure in corso da oltre 36 mesi.

Guardando agli attori del mercato si evidenzia che la maggior parte delle iniziative, 23, sono state attivate dalle aziende sanitarie locali e 14 dalle aziende ospedaliere. Tre iniziative, due in Lombardia e una in Toscana, sono invece state realizzate da soggetti pubblici differenti. In Lombardia, Infrastrutture Lombarde¹² ha progressivamente assunto un ruolo decisivo nella realizzazione di operazioni di *project finance*, passando da un ruolo di consulenza/supporto alla stazione appaltante a quello di stazione appaltante, come nel caso dei progetti di Vimercate e Como. In Toscana è

¹² Infrastrutture Lombarde è una società di capitali interamente posseduta dalla Regione Lombardia. Essa è stata costituita per dare concreta attuazione al «Piano straordinario per lo sviluppo delle infrastrutture lombarde 2002/2010». Infrastrutture Lombarde opera come stazione appaltante e/o *global coordinator* e/o *facility manager* delle opere di edilizia sanitaria.

Figura 16.4 Distribuzione geografica dei progetti



Fonte: nostra elaborazione

stato, invece, costituito il SIOR, il consorzio tra le ASL di Massa e Carrara, Lucca, Pistoia e Prato, per la realizzazione di una operazione di *project finance* in pool che riguarda quattro ospedali: si tratta di una importante novità che avvicina l'Italia all'esperienza anglosassone, caratterizzata da ingenti schemi di PFI che, prevedendo il coinvolgimento di più aziende sanitarie, consentono di realizzare economie di scala con importanti vantaggi in termini di riduzione marginale dei costi di gestione e finanziari. La consistente dimensione economica e finanziaria dell'operazione toscana ha generato un forte interessamento del mercato e, per la sua complessità, è stata oggetto di numerosi ricorsi al tribunale amministrativo che hanno significativamente rallentato la durata della procedura pur in presenza di una elevata capacità di project management da parte del SIOR e della regione.

Sul fronte del mercato degli operatori privati si evidenzia la presenza diretta (come capogruppo della società di progetto aggiudicataria della concessione) o indiretta (come socio di minoranza della società di progetto stessa) di alcuni grandi operatori nazionali che, in molti casi, fanno parte di gruppi internazionali. In Tab. 16.2 si riporta il numero e il valore cumulativo dei progetti aggiudicati per i principali operatori del mercato nazionale, che rappresentano il 74 per cento del valore dei progetti aggiudicati.

Tabella 16.2 I principali concessionari

	Capofila aggiudicati	Valore (milioni di euro)
Astaldi	2	219
Bovis Lend Lease	1	25
CMB	2	259
Cofathec	1	30
Guerrato	1	122
Inso	1	131
Maire	1	119
Pirelli RE	2	208
Siemens	1	60
Siram	1	21
Techint	1	155

Fonte: nostra elaborazione

Anche sul fronte degli operatori bancari il settore sanitario appare sostanzialmente caratterizzato da grandi gruppi: solo 7 sui complessivi 28 operatori del mercato del *project finance* italiano sono stati effettivamente coinvolti in operazioni di edilizia sanitaria (Finlombarda 2005). Il mercato è destinato a concentrarsi ulteriormente a fronte delle ultime due fusioni che hanno interessato i gruppi Intesa e San Paolo Imi e Unicredit e Capitalia.

In Tab. 16.3 si mostra una mappa delle principali attività svolte da ciascun gruppo nell'ambito del *project finance* in sanità¹³.

¹³ Di seguito si riporta una descrizione dei principali servizi offerti dagli operatori bancari (fonte Finlombarda 2005).

- *Advisor*: assiste il committente (che può essere un soggetto pubblico o privato), nella strutturazione dell'operazione e nella stesura dell'*information memorandum* dell'iniziativa.
- *Asseveratore*: attesta la validità del piano economico finanziario presentato dal promotore ai sensi di quanto previsto dalla normativa vigente (*ex artt. 153 e ss. del D.lgs. 163/2006*).
- *Mandated Lead Arranger*: assume direttamente il mandato dal committente per reperire i fondi, strutturare e gestire il contratto di finanziamento, tramite un processo di sindacazione con altre banche.
- *Underwriter*: partecipa, insieme all'*arranger*, al sindacato di finanziamento dell'operazione, sottoscrivendone quote, che devono essere superiori alla soglia di partecipazione (*lending commitment* minimo).
- *Participant*: partecipa al finanziamento dell'operazione prestando una quota inferiore alla soglia del *lending commitment* minimo.
- *Documentation bank*: è la banca responsabile della corretta stesura di tutti i documenti/contratti propedeutici all'accensione della linea di finanziamento, nel rispetto di quanto concordato tra committente e *arranger* in sede di attribuzione del mandato.

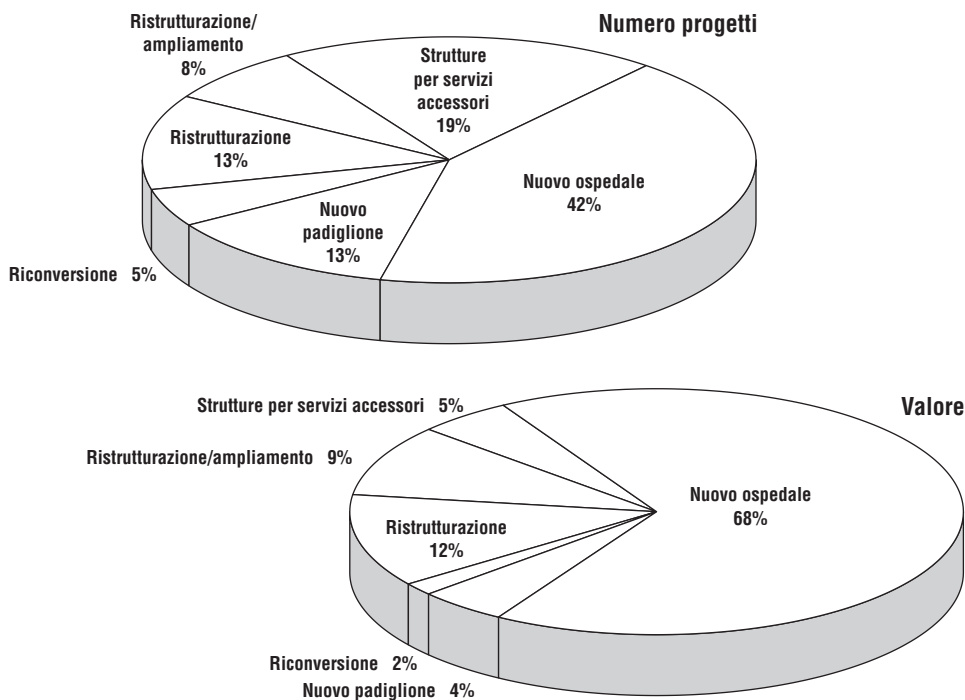
Tabella 16.3 I principali servizi offerti dagli operatori bancari nel project finance sanitario

	Advisor	Asseveratore	ML Arranger	Underwriter	Participant	Documentati on Bank	Agent Bank	Garanzie	Hedging
Banca Intesa	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
BNL			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dexia	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓
MCC	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓
RBS		✓	✓	✓	✓	✓	✓		
San Paolo	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	
Unicredit	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Fonte: rielaborazione da Finlombarda (2005)

Considerando l'oggetto delle operazioni (Fig. 16.5), il *project finance* è ampiamente utilizzato per fare fronte agli elevati costi e alla complessità che caratterizzano la realizzazione di nuovi ospedali (che rappresentano il 42 per cento del numero totale e il 68 per cento del volume degli investimenti); la realizzazione di strutture per servizi accessori a supporto dell'attività sanitaria rappresenta il secondo ambito di applicazione, con il 19 per cento del totale delle iniziative che sono caratterizzate da valori di investimento limitati (essi rappresentano il 5 per cento del valore totale). Analogamente per la realizzazione di nuovi padiglioni, che rappresentano il 13 per cento delle iniziative e solo il 4 per cento degli investimenti. Le ristrutturazioni ammontano al 13 per cento e rappresentano il 12 per cento del valore complessivo degli investimenti; seguono, con un 8 per cento di

- *Agent bank*: è la banca che si occupa della gestione dei flussi di incasso e di pagamento della società di progetto.
- *Rilascio di garanzie*: rilascia garanzie per i partecipanti a gare relative alla concessione di costruzione e gestione di opere pubbliche. Alcune di queste garanzie sono:
 - *bid-bond*: è la garanzia volta ad assicurare all'ente appaltante che ogni partecipante alla procedura di aggiudicazione sia realmente intenzionato all'assegnazione del contratto e alla realizzazione dell'opera da realizzare;
 - *performance-bond*: tale garanzia assicura all'ente appaltante il pagamento della somma prestabilita in caso di mancato o inesatto adempimento del contratto da parte dell'aggiudicatario;
 - *advance payment guarantee*: è la garanzia richiesta dall'ente appaltante, a fronte dell'eventuale erogazione di anticipazioni all'aggiudicatario-costruttore per la realizzazione dell'opera;
 - *hedging*: fornisce soluzioni e strumenti finanziari per coprire il progetto dalle diverse tipologie di rischio (oscillazione tassi di interesse e tassi di cambio), stabilizzandone così il *cash flow* previsionale. Tale copertura si attua mediante l'utilizzo di strumenti finanziari derivati quali, per esempio, *interest rate swap*, *currency swap*, *interest rate option* ecc.

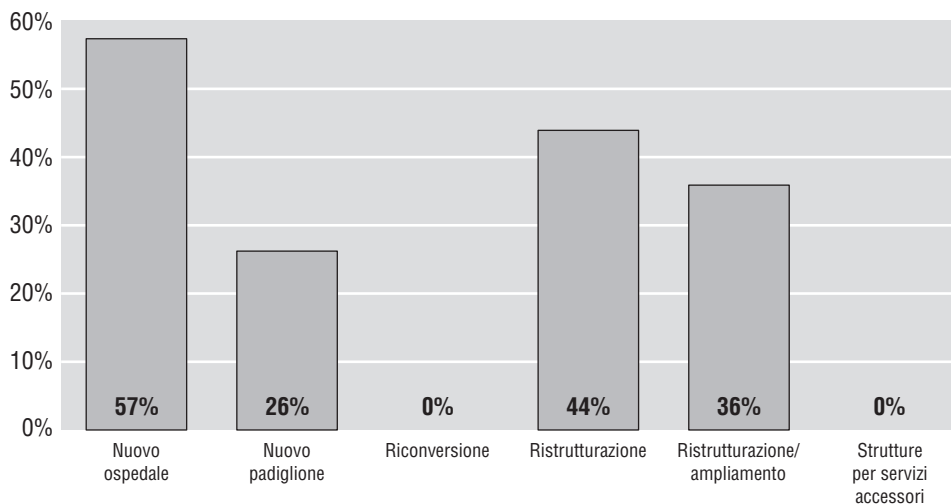
Figura 16.5 **Distribuzione delle tipologie di intervento per numero e dimensione dell'investimento**

Fonte: nostra elaborazione

esperienze, le ristrutturazioni/ampliamento che pesano il 9 per cento sul valore cumulato. Limitate sono invece le riconversioni, che rappresentano il 5 per cento delle iniziative e solo il 2 per cento degli investimenti.

Le esperienze di *project finance* in sanità sono nella maggior parte riconducibile al modello che la letteratura ha identificato con il termine (D)BOST (*Design Build Operate Subsidize and Transfer*) in cui l'operatore privato non finanzia completamente l'investimento a causa della sua scarsa capacità di generare flussi di cassa e beneficia, al fine di conseguire l'equilibrio economico e finanziario, di un sussidio pubblico in conto capitale, indicato dalla normativa italiana sui lavori pubblici come «prezzo». In realtà l'ampio utilizzo del prezzo nelle operazioni di PF, che ammonta al 48 per cento del valore complessivo delle iniziative, è da ricondurre alla disponibilità di risorse pubbliche, la maggior parte provenienti dagli accordi di programma per l'utilizzo dei fondi *ex art. 20* della legge 67/1988 (il programma pluriennale per gli investimenti in sanità) e non da un processo di valutazione economico finanziaria che abbia permesso di definire l'ammontare di risorse necessario al conseguimento dell'equilibrio. In altre parole, spesso, come già scritto, la decisione di ricorrere al *project finance* deriva dal fatto che le risorse

Figura 16.6 **Incidenza del prezzo sul valore dell'investimento per tipologia di intervento**



Fonte: nostra elaborazione

pubbliche (regionali, nazionali *ex art. 20* o aziendali provenienti da dismissioni di patrimonio disponibile) sono insufficienti. In mancanza di un contributo, l'operatore privato viene interamente remunerato dal pagamento di canoni per servizi non sanitari e per la disponibilità degli spazi, che gravano sulla gestione corrente dell'azienda sanitaria.

La Fig. 16.6 mostra come i contributi più significativi sono erogati per la realizzazione di nuovi ospedali: 15 su 17 iniziative prevedono un prezzo, che rappresenta il 57 per cento del valore complessivo degli investimenti. Prezzi inferiori alla metà dell'investimento da realizzare caratterizzano invece le ristrutturazioni e gli ampliamenti. Le riconversioni e la costruzione di strutture accessorie non presentano alcun sussidio.

Considerando le procedure giuridiche per la selezione del concessionario (Tab. 16.4), la procedura più utilizzata in sanità è quella a iniziativa privata, con 26 progetti sui 40 complessivi analizzati. La scelta di tale procedura può spesso dipendere dal fatto che essa sposta in capo all'operatore privato l'onere della progettazione preliminare e della predisposizione del *business plan*: si tratta, però, di una scelta che non prevede un «carico di lavoro» inferiore per la stazione appaltante in termini di studi da predisporre per la realizzazione della gara. Tale spiegazione è peraltro supportata anche dal dato relativo al confronto tra le due procedure con riferimento al numero dei progetti non ancora aggiudicati. 15 sono le iniziative non ancora arrivate all'aggiudicazione della concessione contro i 2 della procedura a iniziativa pubblica, la quale richiede un maggior *commitment* da parte della stazione appaltante e quindi una minor probabilità di insuccesso. Un dato proba-

Tabella 16.4 Diffusione e caratteristiche delle due procedure giuridiche

Procedura	Totale progetti	Totale non aggiudicati	Numero proposte medio	Durata media procedura (mesi)	Valore medio investimento (milioni di euro)
Procedura <i>ex art. 37-bis</i>	26	15	1,6	18	87,22
Procedura <i>ex art. 20</i>	14	2	—	10,2	86,60

Fonte: nostra elaborazione

bilmente inaspettato è relativo alla dimensione media dei progetti: la scelta di una delle due procedure sembra non essere assolutamente correlata alla dimensione e quindi alla complessità del progetto da realizzare. Con riferimento alla durata effettiva della procedura, calcolata dalla scadenza del bando/avviso alla data di aggiudicazione, essa è tendenzialmente più lunga, per entrambe le procedure, rispetto ai tempi standard minimi previsti dalla normativa.

La procedura a iniziativa pubblica, prevedendo un'unica fase di gara, risulta avere una durata inferiore all'anno; quella a iniziativa privata, invece, ha una durata media di 18 mesi, spesso per i lunghi tempi necessari alla selezione del promotore. L'allungamento dei tempi può essere attribuibile alla scarsa programmazione dell'investimento nella fase antecedente alla gara, che comporta la presentazione di domande spesso lontane dai reali fabbisogni aziendali e quindi lunghi periodi di negoziazione, a causa della difficoltà di confrontare proposte troppo differenti, non supportate da documentazione di gara approfondita in grado di orientare l'operatore privato.

Con riferimento al numero delle proposte esse risultano in media pari a 1,6 per progetto: questo denota una scarsa concorrenza tra i pochi e grandi operatori del settore. Il basso numero di proposte e un mercato composto in prevalenza da operatori nazionali può essere anch'esso ricondotto alla scarsa capacità delle aziende di predisporre documentazione di gara appropriata (che dipende dalla capacità di predisporre adeguati studi tecnici ed economici e finanziari) tale da assicurare la riduzione dei costi di transazione e da migliorare l'immagine percepita nei confronti del mercato, soprattutto quello europeo.

Analizzando i dati relativi alle procedure in funzione delle tipologie di progetto (Tab. 16.5) si evidenzia una netta preferenza per la procedura a iniziativa privata per la realizzazione di nuovi ospedali e nuovi padiglioni. Nei casi di ristrutturazione, ristrutturazione/ampliamento e realizzazione di strutture per servizi accessori le due procedure risultano, invece, distribuite in modo pressoché omogeneo. La durata media della procedura, calcolata in questo caso con riferimento alla tipologia di investimento e senza distinzioni tra le due procedure, evidenzia un significativo aumento dei tempi nel caso delle ristrutturazioni, dove in tre casi, due *ex art. 37-bis* e uno *ex art. 19*, la durata supera i due anni.

Utilizzando come chiave di analisi le classi di investimento (Tab. 16.6), si evi-

Tabella 16.5 **Analisi delle procedure in funzione della tipologia di intervento**

	Procedura <i>ex art. 37-bis</i>	Procedura <i>ex art. 19</i>	Durata media procedura (mesi)	Numero proposte medio
Nuovo ospedale	11	6	12,3	2
Nuovo padiglione	4	1	11,0	1
Riconversione	2		Non agg.	
Ristrutturazione	3	2	23,0	1
Ristrutturazione/ampliamento	2	1	5,0	
Strutture per servizi accessori	4	4	9,2	1,6

Fonte: nostra elaborazione

Tabella 16.6 **Caratteristiche dei progetti per classi di investimento**

Classi di investimento (milioni di euro)	Numero progetti	Percentuale aggiudicati	Durata concessione (anni)	Percentuale prezzo/investimento
10-50	21	48%	23	13%
51-100	3	100%	30	51%
101-150	9	66%	25,8	56%
151-200	3	67%	29,5	45%
> 200	4	50%	29,5	60%

Fonte: nostra elaborazione

denza che la maggior parte dei progetti si trova nella fascia di valore inferiore ai 50 milioni di euro, con la presenza di un contributo contenuto se non assente (solo 4 progetti su 21 appartenenti a questa classe prevedono un prezzo). Queste due caratteristiche possono giustificare l'alto tasso di non aggiudicazioni, oltre il 50 per cento.

Progetti di maggiori dimensioni economiche presentano tassi di aggiudicazioni superiori al 50 per cento del totale delle iniziative e tutti sono caratterizzati da un prezzo, che ha un valore medio molto alto. Da rilevare è che l'ammontare percentuale del prezzo aumenta all'aumentare del valore di investimento anche se tale correlazione presenta una eccezioni: i progetti nella fascia tra i 151 e i 200 milioni di euro beneficiano di un prezzo inferiore rispetto alle altre classi.

16.4 Le caratteristiche economico e finanziarie dei progetti

Questo paragrafo nasce dall'esigenza di presentare per la prima volta una panoramica dei valori medi dei principali elementi alla base dell'analisi di un piano eco-

nomico e finanziario di una operazione di *project finance*, che rappresenta una delle principali difficoltà per le aziende sanitarie, che spesso non hanno al loro interno le adeguate professionalità, l'esperienza e dei termini di riferimento in base ai quali confrontare le proposte ricevute.

Va detto che non è possibile definire dei *range* ottimali per valutare la congruità degli elementi economico finanziari del progetto proprio perché ogni progetto è caratterizzato dalle proprie specificità. L'analisi delle caratteristiche economico e finanziarie dei progetti mostra, inoltre, una forte eterogeneità dei dati che rende molto difficile un confronto tra le operazioni, anche per la presenza di schemi economico finanziari molto differenti gli uni dagli altri e spesso eccessivamente sintetici, che non permettono un adeguato confronto tra i dati, proprio perché non vi può essere certezza sulle modalità di calcolo o sulle sottovoci di cui si compongono le categorie oggetto di analisi.

Per tale motivo il successivo paragrafo propone un percorso di valutazione economica e finanziaria che dovrebbe essere adottato tutte le volte che si intende procedere alla realizzazione di un investimento in *project finance*, perché si ritiene che la valutazione *ex post* di un piano presentato da operatori privati non sia efficace e riduca il potere negoziale dell'azienda pubblica, a causa dell'elevata asimmetria informativa.

Guardando alla struttura finanziaria delle operazioni (Tab. 16.7) si evidenzia che esse sono caratterizzate da una elevata leva finanziaria pubblica, ovvero da una quota di prezzo che raggiunge il 57 per cento dell'investimento¹⁴. Il finanziamento con capitali privati risulta dunque di circa il 43 per cento, suddiviso tra ricorso a capitali di debito bancari (per un 38 per cento) e capitali di rischio (equity o quasi equity, per un 5 per cento). Considerando dunque il valore dell'investimento, al netto del contributo pubblico, cioè la reale quota a carico dell'operatore privato e oggetto di ammortamento, si evidenzia che il rapporto debito/equity ammonta a circa 88-12 per cento.

Una tale struttura dovrebbe comportare una maggior efficienza finanziaria e quindi una riduzione del costo (finanziario) del progetto, per il fatto che capitali

Tabella 16.7 **Leva finanziaria**

Prezzo/investimento	57%
Debito/investimento	38%
Equity/investimento	5%
Leva finanziaria media privata	88-12%

Fonte: nostra elaborazione

¹⁴ Dato calcolato con riferimento ai valori cumulativi degli Investimenti e dei Prezzi.

pubblici sono ricevuti a titolo di prezzo, vale a dire a fondo perduto o a costo nullo¹⁵, e la rimanente quota di investimento è finanziata per la maggior parte con capitali di debito, che hanno un costo sicuramente più contenuto rispetto ai capitali di rischio, pari a circa il 6 per cento annuo¹⁶.

Nei casi analizzati la remunerazione dell'operatore privato avviene attraverso la corresponsione di un canone da parte dell'azienda sanitaria per l'erogazione di servizi non sanitari e attraverso la gestione diretta di alcune attività a carattere commerciale, quali parcheggi, o la locazione di bar, ristorante, piccoli negozi, sportello bancario. In 5 progetti sui 12 del campione oggetto di analisi il canone è unico, in 6 casi esso è suddiviso in un canone per la disponibilità delle aree e in un canone per i servizi¹⁷. Talvolta il canone per la disponibilità delle aree coincide con il servizio del debito, in altri casi con l'ammortamento dell'investimento. È necessario evidenziare che esso deve essere sempre variabile e non fisso, in funzione dell'adeguatezza degli spazi agli standard stabiliti, al fine di trasferire in capo all'operatore privato il rischio gestionale. Tale variabilità deve essere assicurata anche con riferimento al canone per i servizi, rispetto al quale è bene che venga evidenziato il corrispettivo dovuto per ciascun servizio e i relativi costi, sia fissi che variabili, che permetteranno di definire in modo chiaro le modalità di variabilità di tali servizi in funzione della riduzione delle quantità erogate o dei costi di produzione, che possono essere oggetto di aumento o di diminuzione nel corso della concessione, e quindi conseguentemente devono dar luogo a una modifica del piano economico e finanziario stesso a favore, rispettivamente, del concessionario o del concedente. Tali modifiche dovrebbero comunque avvenire nell'ambito di una banda di oscillazione, in altre parole dovrebbero scattare solo quando l'aumento o la riduzione del costo raggiunga una determinata percentuale calcolata sui costi di produzione iniziali¹⁸.

Il rapporto tra la somma dei canoni annui e l'investimento cumulativo del campione è pari a 15,18 per cento (Tab. 16.8). L'incidenza aumenta significativamente (23 per cento) se si considera l'investimento cumulativo al netto dei contributi pubblici erogati. L'impatto generato sui bilanci delle aziende sanitarie¹⁹ ammonta a oltre 6 miliardi di euro (per la durata media delle concessioni e per un valore

¹⁵ Se il costo per la società di progetto di tale contributo è nullo, il costo per la pubblica amministrazione è però pari al costo opportunità del denaro pubblico, stimato per l'Italia al 5 per cento (Vecchi 2004).

¹⁶ Nella maggior parte dei piani economici e finanziari analizzati il costo del debito ammonta a Euribor a 6 mesi (pari a 4,27 per cento al 11/06/2007) più uno *spread* variabile tra l'1,5 per cento e il 2 per cento.

¹⁷ In un progetto, quello relativo alla realizzazione di una struttura a carattere commerciale, non è previsto un canone in quanto si tratta di un progetto a tariffazione sull'utenza di tipo *financially free standing*.

¹⁸ Questa è per esempio la modalità prevista per i costi energetici nell'ambito del *project finance* dell'ULSS n. 8 di Asolo (TV) per i presidi di Castelfranco Veneto e Montebelluna.

¹⁹ Si tratta delle aziende sanitarie concedenti nell'ambito dei 12 progetti oggetto del campione.

Tabella 16.8 **Incidenza dei canoni di gestione**

Canone/investimento	15%
Canone/investimento netto	23%
Canone totale cumulato	6.365.810.385,45 euro
Canone totale/Investimenti totali	3,86

Fonte: nostra elaborazione

complessivo d'investimento pari a circa 1,6 miliardi di euro), con un rapporto di 1 a 3,86 rispetto agli investimenti complessivi.

Tali valori devono richiamare all'attenzione l'importanza di una attenta analisi dei costi relativi alla gestione dei servizi proposti dagli operatori privati, che devono essere sottoposti a un *market test*, in altre parole a un confronto con il costo unitario di mercato relativo alla gestione di servizi analoghi. Tale *market test* deve, inoltre, essere ripetuto in modo costante anche durante la fase di gestione al fine di verificare che il canone corrisposto sia sempre allineato all'andamento del mercato. Per tale motivo si ritiene che la separazione tra il canone per la disponibilità dei servizi e quello per la disponibilità delle aree sia più adeguato, in quanto permette di scorporare in modo chiaro il costo relativo alla produzione dei servizi, per un più efficace *market test*²⁰.

Gli altri elementi analizzati, che rappresentano punti cruciali per una corretta valutazione dei piani economici e finanziari e che spesso suscitano la necessità di un confronto con esperienze analoghe, sono i costi della società di progetto e le *fees* relative ai servizi di consulenza legale e finanziaria, questi ultimi riferiti alla fase di investimento, poiché nella maggior parte dei casi essi rientrano tra i costi generali della società di progetto durante la gestione.

Si tratta di due voci di costo che presentano una significativa variabilità, come evidenziato in Tab. 16.9. In fase di investimento le spese di consulenza sono più elevate rispetto alla successiva fase di gestione: è importante che tali spese siano adeguatamente descritte e che non appesantiscano eccessivamente la struttura dei costi. Va rilevato, peraltro, che dall'analisi dei dati non è emersa alcuna correlazione tra il valore dell'investimento e l'ammontare delle *fees* di consulenza, il che può portare alla considerazione che tali costi sono spesso «caricati» in modo non veritiero sui progetti e che possano rappresentare un «cuscinetto» di redditività

²⁰ Tale indicazione potrebbe non essere propriamente allineata alla finalità del PFI (strumento per l'erogazione di *infrastructure based services*), che è anche alla base di una evoluzione della struttura di canone nelle esperienze anglosassoni, con il superamento della tipica tripartizione in *availability, services and volume* all'*unitary charge*. Essa ha però il pregio di permettere un continuo e sicuro monitoraggio sull'evoluzione dei costi di mercato relativi ai servizi oggetto del contratto di *project finance*.

Tabella 16.9 **Periodo cuscinetto, fees di consulenza e costi della società di progetto**

Periodo cuscinetto min	4 anni
Periodo cuscinetto max	19 anni
Periodo cuscinetto medio	7,5 anni
Fee/investimento – valore min	0,25%
Fee/investimenti max – valore max	2,20%
Costo soc. progetto annuo/investimento min	0,12%
Costo soc. progetto annuo/investimento max	0,55%

Fonte: nostra elaborazione

che sfugge agli indicatori di sintesi (VAN e TIR), che rappresentano gli elementi per il confronto delle proposte pervenute in sede di gara. L'incidenza di tali costi può essere collegata anche agli elevati costi di transazione dovuti ai lunghi tempi procedurali e alle difficoltà che si ipotizza di incontrare nel processo di selezione, che può richiedere, specie nel caso di non adeguata predisposizione dei documenti di gara, il sostenimento di ulteriori costi, quali quelli necessari per una seconda asseverazione del piano economico e finanziario modificato o per una consulenza legale dovuta alla necessità di revisione della convenzione.

Anche i costi relativi alla società di progetto sono spesso critici, perché spesso gravano in modo eccessivo sul piano economico e finanziario. Si tratta di costi che hanno una bassa correlazione con la dimensione dell'investimento e che sono conducibili alle spese di funzionamento di un veicolo che svolge attività di coordinamento delle prestazioni di altri soggetti, i soci della società di progetto²¹.

Da ultimo è interessante notare come il periodo cosiddetto cuscinetto, che intercorre dal termine di ripagamento del servizio del debito e il termine della concessione, abbia una durata media di 7,5 anni, con dei picchi che possono raggiungere i 19 anni. Si tratta di un ulteriore segnale che permette di verificare l'accumulazione di redditività per l'operatore privato, specie nel caso dei *project finance* in sanità, i cui costi gravano interamente sull'azienda sanitaria attraverso la corresponsione dei canoni. In genere la banca richiede un periodo cuscinetto, che può avere una durata compresa tra i due e i quattro anni, come forma di garanzia rispetto al pagamento del servizio del debito. Un periodo cuscinetto superiore ai cinque anni non trova giustificazione alcuna e determina quindi un eccessivo arricchimento dell'operatore privato, dovuto al pagamento del canone di disponibilità delle aree o di quella quota del canone per i servizi

²¹ La normativa prevede che i lavori da eseguire o i servizi da prestare da parte della società di progetto si intendano realizzati e prestati in proprio anche nel caso in cui siano affidati direttamente dalle suddette società ai propri soci.

Tabella 16.10 Indicatori economici e finanziari

IP (somma VAN/somma I)	10,0%	IP (somma VAN/somma I) al netto del contributo	27%
IP medio	7,0%	IP medio al netto del contributo	23%
VAN minimo	3.600.000,00	VAN equity min	2.000.000,00
VAN max	45.000.000,00	VAN equity max	15.500.000,00
TIR min	3,10%	TIR equity min	6,23%
TIR max	10,18%	TIR equity max	17,00%
WACC*	4,77%	Ke*	9,00%
Media DSCR medi	1,355		

Nota: WACC* e TIR* indicano i valori medi di riferimento per le operazioni di PF nel settore sanitario.

Fonte: nostra elaborazione

che eccede la remunerazione della gestione e che è finalizzata a garantire il rientro dall'investimento.

Anche gli indicatori di convenienza economica dell'investimento (Tab. 16.10), il VAN e il TIR²² mostrano che le operazioni realizzate in Italia in sanità presentano dei margini di elevata redditività per l'operatore privato. Questo può essere determinato da un insieme di cause, quali: le già citate scarse competenze da parte delle aziende sanitarie di strutturare e valutare operazioni così complesse e l'assenza di un soggetto istituzionale, a carattere regionale o nazionale, che rappresenti un centro di competenze multidisciplinare a supporto dei processi decisionali; il mercato nazionale poco competitivo; il settore ancora poco maturo, sia perché il *project finance* applicato alle infrastrutture pubbliche è di recente introduzione, sia perché nessuna concessione è stata terminata; la percezione del rischio di progetto, legato soprattutto all'evoluzione della domanda e delle modalità di offerta, più rapida in questo settore rispetto a quello degli altri servizi pubblici.

La variabilità del VAN di progetto è significativa, si passa dai 3,6 ai 45 milioni di euro nell'ambito del campione analizzato, senza alcuna correlazione rispetto al valore dell'investimento, con un indice di profittabilità medio pari al 7 per cento e al 10 per cento calcolato sui valori cumulativi²³. I valori degli indici di profittabilità crescono sensibilmente dal 7 al 23 per cento e dal 10 al 27 per cento se calcolati

²² Il VAN (Valore Attuale Netto) e il TIR (Tasso Interno di Rendimento) rappresentano i principali indicatori di convenienza economica dell'investimento. La scelta di investire in un progetto da parte di un investitore privato avviene se il VAN del progetto è positivo e se il TIR è superiore rispetto al costo dei capitali necessari per realizzare il progetto. Il VAN e il TIR possono essere calcolati con riferimento ai flussi di cassa del progetto (FCFO) e ai flussi di cassa per l'azionista (FCFE), questi ultimi riportati in Tab. 16.10 come VAN equity e TIR equity.

²³ L'indice di profittabilità è calcolato come rapporto tra il VAN e il valore dell'investimento e serve per confrontare investimenti differenti, soprattutto quando la dimensione del VAN non è correlata a quella dell'investimento.

con riferimento agli investimenti al netto dei contributi pubblici in conto lavori erogati. Analoga variabilità si può rilevare con riferimento al TIR, che oscilla in un *range* compreso tra il 3,10 per cento e il 10,18 per cento.

L'analisi di questi dati richiede di introdurre il concetto di equilibrio economico e finanziario: affinché l'operatore privato ritenga conveniente investire in un progetto è necessario che i ricavi generati (nel caso del *project finance* in sanità quelli derivanti dal pagamento dei canoni da parte dell'azienda sanitaria e lo sfruttamento economico degli spazi commerciali) siano in grado di coprire i costi di gestione, i costi di investimento, gli oneri finanziari e la remunerazione minima del capitale investito. Tale equilibrio è conseguibile quando il VAN di progetto è pari a zero e quando il TIR è uguale al WACC²⁴. Valori positivi per il VAN e superiori al WACC per il TIR denotano l'accumulazione di ricchezza per l'operatore privato o meglio un maggior rendimento del capitale investito rispetto a quanto dichiarato. Ogni qualvolta un operatore privato formula una proposta di *project finance*, esso è chiamato a esprimere il costo della struttura finanziaria, attraverso la definizione di un adeguato k_d (costo del debito, allineato al mercato) e del costo opportunità del capitale investito (il rendimento atteso sul capitale di rischio. Spesso accade che il WACC, il cui valore deriva dalla combinazione della leva finanziaria e del costo del capitale, non sia definito in modo preciso o che non venga neppure dichiarato, come peraltro avviene per il costo del capitale investito. Questa situazione non permette di effettuare un'analisi dell'effettivo rendimento dell'operazione e limita anche il confronto delle proposte/offerte ricevute.

Confrontando i TIR medi del campione con un ipotetico WACC, indicato in Tab. 16.10 come WACC*, e calcolato con riferimento alla leva finanziaria media di cui in Tab. 16.7, utilizzando un k_d al 6 per cento²⁵ e un k_e pari al 9 per cento²⁶, è possibile notare che il WACC di riferimento appare prossimo al TIR minimo del campione e di oltre il 5 per cento inferiore al TIR massimo.

Analoghe considerazioni possono essere fatte con riferimento agli stessi indicatori calcolati sui flussi di cassa per gli azionisti, con una premessa.

Non sempre questo livello di flussi viene determinato e pertanto non sempre risulta possibile rilevare effettivamente la ricchezza generata dal progetto per gli

²⁴ Il WACC è il costo medio ponderato del capitale investito (*weighted average cost of capital*) la cui formula è la seguente: $(D/D + E) * k_d * (1-T) + (E_d/E + D) * k_e$, dove D sta per ammontare del capitale di Debito, E per ammontare di capitale di Rischio, k_d è il costo del capitale di debito e k_e è la remunerazione attesa sul capitale di rischio e T è l'aliquota fiscale media che permette di calcolare attraverso il fattore (1-T) il beneficio fiscale.

²⁵ Come indicato in nota 16.

²⁶ Poiché la letteratura ha dedicato una scarsa attenzione al problema del *risk premium* nel settore pubblico (Grant e Quiggin 2002) è difficile poter indicare un *range* di valori di riferimento per stimare il costo atteso del capitale di rischio. In questo caso esso è stato calcolato come somma tra un BTP a 30 anni (che esprime il rendimento di un titolo *free risk* per una durata simile a quella delle concessioni di *project finance*) e un *market risk premium* pari al 5 per cento (stimato per il settore sanitario dall'ufficio studi di UBS (UBS 2003).

azionisti: è, pertanto, consigliabile che le stazioni appaltanti prevedano espressamente che il piano economico e finanziario presentato contenga anche questo livello di dettaglio, con una chiara esplicitazione del WACC e del ke, fondamentali, come scritto, per la valutazione e per il confronto delle proposte/offerte.

Il VAN equity varia da un minimo di 2 milioni euro a un massimo di 15,5 milioni sul campione analizzato, con un TIR equity compreso tra il 6,23 per cento e il 17 per cento, che se confrontato con il ke*, pari al 9 per cento²⁷, rileva un eccessivo arricchimento per l'operatore privato.

Tali valori potrebbero essere accettati qualora ci fosse un effettivo trasferimento del rischio gestionale sull'operatore privato che, in un settore pubblico come quello sanitario, risulta molto difficile, in quanto sottoposto a rapide evoluzioni della tecnologia, della domanda e dei livelli di offerta. La normativa stessa permette di responsabilizzare l'operatore privato solo su alcuni elementi del progetto, quali i tempi realizzativi e la qualità dei servizi. Inoltre il meccanismo di remunerazione è completamente sottratto alle logiche della domanda, in quanto è l'azienda sanitaria che corrisponde un canone, variabile solo e talvolta non sempre, in funzione dei livelli di qualità garantiti.

Il VAN e TIR, sia di progetto che di azionista, devono essere oggetto di una attenta valutazione in fase di gara con riferimento ai seguenti ambiti (Amatucci 2006):

- ▶ valutazione della fattibilità dell'operazione: al fine di valutare la fattibilità dell'operazione, sotto il profilo economico-finanziario, è necessario che il TIR sia pari al tasso di attualizzazione prescelto, e il VAN sia pari almeno a zero;
- ▶ assegnazione del punteggio: una volta verificate le condizioni di fattibilità, l'assegnazione del punteggio deve avvenire secondo formule di proporzionalità inversa: quanto più basso sarà il valore del TIR (ossia, quanto minore sarà la differenza tra il TIR e il tasso di attualizzazione), tanto maggiore sarà il punteggio assegnato; analogamente, quanto più basso sarà il valore del VAN (ossia, quanto minore sarà la differenza tra il VAN stesso e lo zero), tanto maggiore sarà il punteggio assegnato.

Poiché il VAN e il TIR indicano lo specifico livello di equilibrio economico e finanziario del progetto selezionato, è necessario che essi vengano esplicitati nella convenzione come elementi di ancoraggio in caso di rinegoziazione dell'operazione. Ogni qualvolta risulta necessario rivedere alcuni elementi del progetto, rispetto ai quali sono state definite le condizioni di equilibrio, è importante che le modifiche apportate siano tali da non provocare alcun mutamento dell'equilibrio economico e finanziario, indicato dai valori di VAN e TIR di progetto e di azionista, o di un loro intorno sufficientemente limitato, così come sono stati definiti dal confronto competitivo.

²⁷ Calcolato come indicato in nota 26.

La media dei DSCR evidenzia il rispetto delle condizioni di bancabilità richieste dagli operatori finanziari ai fini dell'erogazione del finanziamento.

16.5 Verso un modello di valutazione

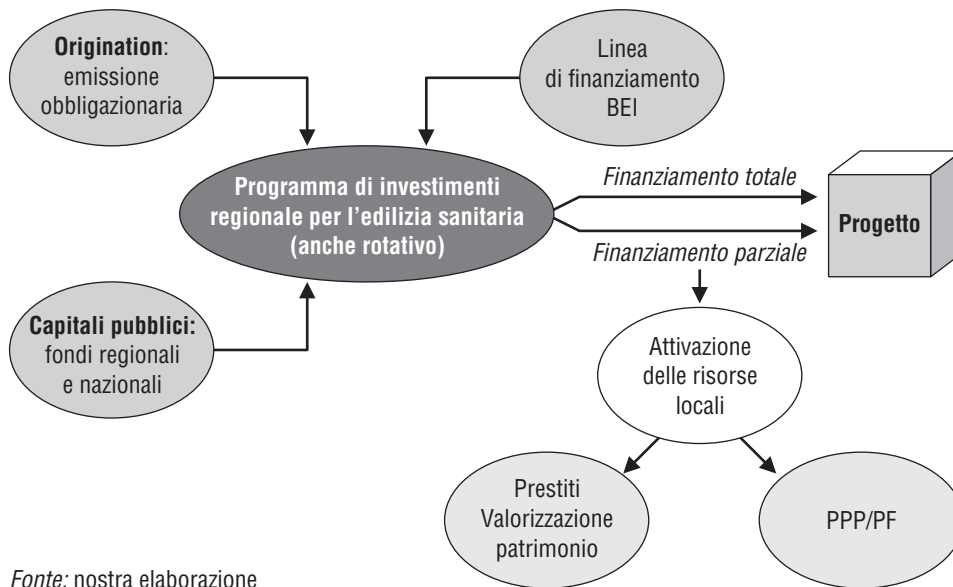
I dati presentati mostrano la crescente importanza che il *project finance* sta assumendo nel settore sanitario per il finanziamento degli investimenti di ristrutturazione e di sostituzione e alcune fondamentali criticità rispetto alle quali è importante trovare una risposta se si intende continuare a utilizzare i capitali privati e in generale il *cross financing*, termine che indica l'utilizzo strategico delle risorse finanziarie disponibili.

Il *cross financing* rappresenta una importante sfida per le amministrazioni pubbliche europee nel raggiungimento degli obiettivi di crescita, sviluppo e competitività. Si tratta di un *modus operandi* che è necessario introdurre anche in ambito sanitario con riferimento al finanziamento degli investimenti, poiché le risorse pubbliche (regionali e nazionali) necessarie per adeguare l'offerta infrastrutturale sono insufficienti e per tale motivo dovrebbero essere programmate in modo adeguato al fine di generare una leva finanziaria rispetto ad altre risorse, tipicamente private o derivanti dal sistema creditizio. In Fig. 16.7 si mostra un possibile percorso di *cross financing* per gli investimenti sanitari, in cui la costituzione di un fondo regionale per la realizzazione di un programma di investimenti avviene attraverso l'impiego di fondi pubblici (regionali e nazionali), da integrare con capitali di debito (derivanti dal mercato finanziario attraverso una emissione obbligazionaria a cui possono essere aggiunte linee di finanziamento BEI²⁸). Tale fondo è finalizzato a finanziare un pacchetto di progetti definito attraverso i canali della programmazione sanitaria regionale secondo tre possibili logiche:

- ▶ finanziamento parziale a fondo perduto, che richiede che l'azienda sanitaria beneficiaria attivi altre risorse: private (attraverso lo strumento del *project finance*), derivanti dalla valorizzazione del patrimonio immobiliare (eventualmente anche nell'ambito di schemi di finanza di progetto) o linee di credito;
- ▶ finanziamento totale a fondo perduto, che può comportare una deresponsabilizzazione dell'azienda sanitaria nell'individuare le soluzioni più efficienti in termini di impiego delle risorse;
- ▶ finanziamento totale o parziale a rimborso, secondo la logica del fondo rotati-

²⁸ Il vantaggio derivante dai finanziamenti BEI non risiede solo nei bassi tassi offerti dalla Banca, grazie al suo status di soggetto non profit e al rating AAA che le consente di raccogliere capitali sui mercati finanziari a tassi assolutamente competitivi, ma deriva anche dal fatto che essa è una istituzione finanziaria pubblica dotata di elevato know-how nella strutturazione di programmi di investimento pubblici, che può affiancare la regione nella definizione delle migliori soluzioni finanziarie per creare valore e impiegare al meglio le risorse pubbliche per rispondere ai fabbisogni infrastrutturali sanitari.

Figura 16.7 Un possibile percorso di cross financing



Fonte: nostra elaborazione

vo, che richiede che l'azienda sanitaria sia in grado di rimborsare almeno il capitale (con oneri finanziari a carico della regione nel caso il fondo sia stato costituito attraverso capitali di debito). Si tratta di una soluzione che induce una maggior responsabilizzazione delle aziende nell'impiego delle risorse e che permette di creare un meccanismo di rifinanziamento automatico del fondo per garantire la sostenibilità di programmi di investimento di lungo periodo.

L'implementazione di simili strategie, che si basano sul «montaggio finanziario», richiede lo sviluppo di un sistema di valutazioni economico e finanziarie a supporto delle scelte di investimento, che rappresenta uno degli elementi fondamentali per l'attrazione di capitali privati attraverso lo strumento del *project finance*.

L'utilizzo consapevole del *project finance* nell'ambito di strategie di *cross financing* si fonda su un articolato processo di valutazioni articolato nelle seguenti dimensioni di analisi:

1. valutazione della fattibilità dell'investimento, volta a individuare le soluzioni tecniche e gestionali che consentono di ridurre i costi complessivi di investimento, in un periodo significativamente ampio di riferimento e di migliorare l'efficienza gestionale (si tratta di una analisi condotta sulla base di scenari alternativi);
2. valutazione della finanziabilità dell'investimento, volta a supportare la scelta dello strumento più appropriato e conveniente;
3. valutazione di sostenibilità dell'investimento, volta a individuare e minimizza-

re gli impatti economici e finanziari sull'amministrazione pubblica della soluzione finanziaria scelta.

Se la prima fase caratterizza tutti i progetti di investimento pubblico e rappresenta il cuore degli studi di fattibilità, la seconda è alla base della scelta dello strumento di finanziamento più adeguato. Essa consiste nel definire, da un lato, i presupposti per finanziare l'investimento con capitali privati e in particolare le condizioni affinché esso sia in grado di generare valore per gli investitori; dall'altro, la convenienza dello strumento per l'amministrazione pubblica rispetto a strumenti alternativi.

Si tratta di una analisi basata su un primo livello di analisi finalizzato a verificare che l'investimento identificato (composto dalla dimensione infrastrutturale e dal mix di servizi non sanitari e commerciali e dall'eventuale valorizzazione di patrimonio immobiliare disponibile) sia in grado di raggiungere l'equilibrio economico e finanziario, che è *conditio sine qua non* per attirare investitori e capitali privati e per generare un buon livello di concorrenza.

Il secondo livello di analisi di finanziabilità consiste in un test di *value for money*, finalizzato a definire le condizioni affinché l'operazione rappresenti la miglior scelta allocativa di risorse pubbliche.

L'analisi di *value for money* consiste nel confrontare i costi per l'azienda sanitaria di realizzare l'investimento attraverso il *project finance* e in alternativa attraverso strumenti realizzativi tradizionali. Tale ipotetico termine di confronto è chiamato nell'esperienza anglosassone *Public Sector Comparator (PSC)*²⁹.

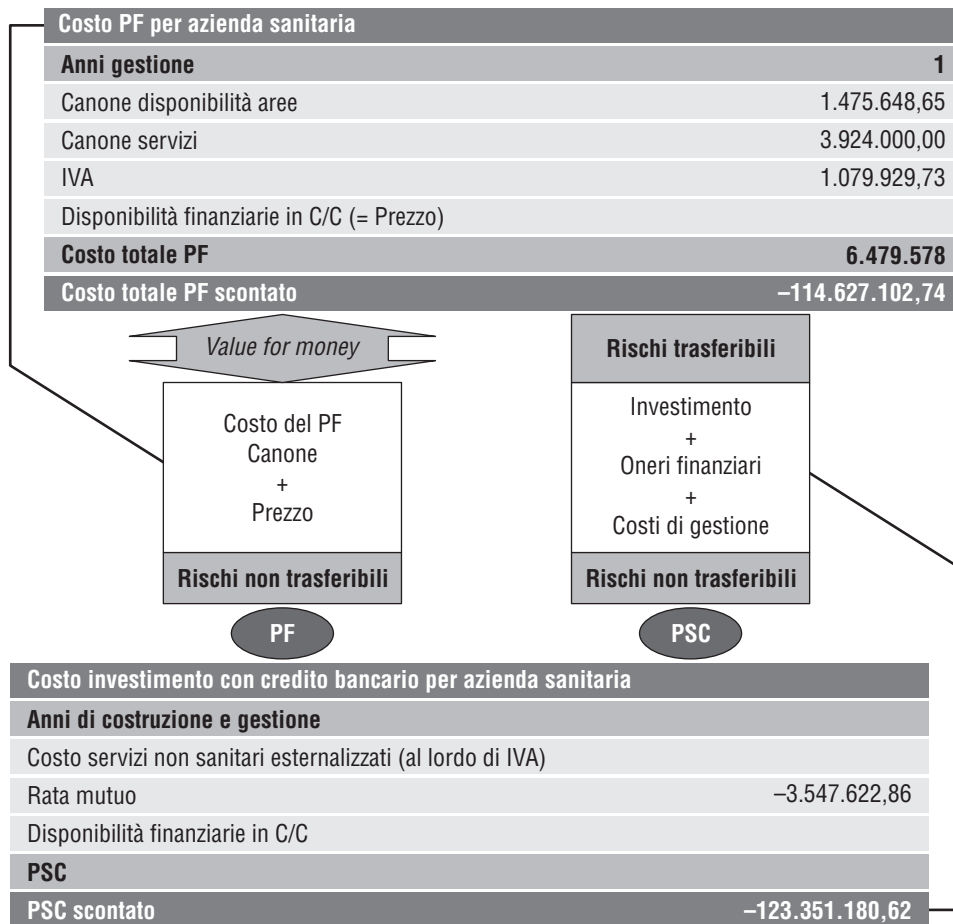
Il PSC consente di definire l'ipotetico costo aggiustato al rischio di un investimento finanziato con capitali pubblici o con il ricorso al credito e realizzato secondo schemi tradizionali (*public procurement*), e permette di definire un valido termine di confronto con il costo dell'iniziativa in *project finance*. Esso è caratterizzato da questi elementi:

1. è espresso in termini di valore attuale netto dei flussi di cassa;
2. si basa sulla possibilità di stimare il costo dell'infrastruttura in relazione ai processi più usuali di finanziamento e di realizzazione dell'opera oggetto di analisi (capitali di debito, appalto e mantenimento della stessa combinazione *make or buy* in relazione alla gestione dei servizi non sanitari);
3. considera tutti i rischi del progetto che la pubblica amministrazione deve sostenere³⁰. È necessario, con riferimento all'analisi dei rischi, valutarne l'impatto sui costi dell'opera, stimandone la probabilità di manifestazione e prevedendo

²⁹ Un'analisi simile è raccomandata anche dalla Commissione Europea nelle Linee Guida per Public Private Partnership di successo e con l'identificazione del *Public Private Comparator (PPC)* nell'ambito di PROFIT (*Private Operation and Financing of Ten's*).

³⁰ Ai fini dell'analisi di PSC è necessario considerare tutti i rischi di un progetto, quelli che per loro natura devono essere trattenuti in caso di *project finance* e quelli che invece possono essere esternalizzati: da qui la definizione di rischio trattenuto e rischio trasferibile con riferimento all'ipotesi finanza tradizionale in Fig. 16.8.

Figura 16.8 Il modello di analisi del value for money



Fonte: nostra elaborazione

diversi scenari (base, migliorativo e peggiorativo). Si tratta di una analisi utile a migliorare la consapevolezza del rischio e a esprimere, pur in un ambito di semplificazione e di soggettività, il probabile andamento del progetto³¹.

La Fig. 16.8 esprime in modo generale e sintetico il potenziale vantaggio deriva-

³¹ Poiché la valutazione del rischio può risultare complessa da un punto di vista quantitativo è possibile procedere con una valutazione quantitativa rispetto agli ipotetici costi del *project finance* (canoni e prezzo) e del PSC (rata del mutuo e costi di gestione dei servizi) e considerare la dimensione «rischio» da un punto di vista qualitativo, attraverso la bozza di convenzione, dalla quale è possibile costruire lo schema di ripartizione dei rischi.

bile dalla scelta della finanza di progetto come alternativa a un ipotetico finanziamento bancario, mostrando graficamente il significato del confronto e le principali voci che devono essere considerate per la costruzione del modello di analisi attraverso un foglio di calcolo di Excel.

Nel caso in cui da una simile valutazione emerga la convenienza del *project finance* o nel caso in cui si ritenga che esso possa essere l'unica soluzione finanziaria percorribile, risulta necessario sviluppare un ulteriore livello di analisi, il terzo, in base allo schema proposto sopra, volto a definire:

1. le modalità per garantire l'equilibrio economico e finanziario del progetto;
2. i margini di negoziazione con l'operatore privato;
3. gli impatti sul bilancio dell'azienda per la durata della concessione.

Con riferimento al primo e al secondo punto, si tratta di definire la modalità e il livello ottimo di supporto pubblico finalizzato a garantire l'equilibrio economico e finanziario, che permettono dunque di «limare» il VAN e il TIR di cui si è discusso nel paragrafo precedente che costituiscono i livelli di redditività per l'operatore privato.

Definire le modalità di supporto all'equilibrio economico e finanziario significa definire il *modus* e il *quantum* del supporto stesso. Il *modus* dipende dalle caratteristiche del progetto e dagli *asset* dell'amministrazione pubblica (valorizzazione e/o dismissione di patrimonio immobiliare, erogazione di un contributo finanziario in conto capitale a riduzione del valore dell'investimento a carico dell'operatore privato).

Il *quantum* deve essere stabilito in modo variabile: in altri termini deve essere definito un livello massimo in grado di garantire l'equilibrio economico e finanziario in caso di non manifestazione di alcuno dei rischi a carico dell'operatore privato. Si tratta dunque di un supporto finanziario che potrà ridursi in caso di incapacità gestionali da parte dell'operatore o che non sarà in grado di assicurare l'equilibrio in caso di incapacità a gestire e mitigare i rischi a suo carico.

Definire *ex ante* il *modus* e il *quantum* permette di strutturare l'operazione e quindi la gara per la selezione del concessionario in modo coerente rispetto ai fabbisogni aziendali, di ridurre le asimmetrie informative e di incrementare il potere negoziale nei confronti degli operatori privati.

La scelta del *modus* e del *quantum* deve essere condotta anche con riferimento agli impatti presenti e futuri sul bilancio, ai fini di valutare la sostenibilità e la compatibilità dell'operazione con i limiti di spesa delle aziende.

I vantaggi derivanti da un forte presidio della dimensione economica e finanziaria possono essere così riassunti:

- un maggior indirizzo dell'operatore privato nella predisposizione delle offerte tecniche ed economico finanziarie, da cui deriva una maggior confrontabilità delle proposte e uno snellimento dell'iter di selezione;

- ▶ una maggior *reputation* dell'azienda sanitaria che si traduce in un allargamento dell'arena competitiva;
- ▶ una riduzione dei tempi da cui deriva un abbattimento dei costi di transazione;
- ▶ un maggior potere negoziale da cui deriva un maggior *value for money* dell'operazione.

Ricevere proposte di *project finance* aderenti ai fabbisogni aziendali e confrontabili, in condizioni di aperta concorrenza tra gli operatori e con ridotti livelli di asimmetria informativa rappresenta una condizione di vantaggio per migliorare l'efficacia dello strumento di *project finance*. Essa richiede investimenti in *reputation*, competenze e trasparenza, da cui dipende anche l'allargamento dell'arena competitiva a operatori privati non locali, che non godono di legami informali con le aziende sanitarie.

Si tratta di un elemento di rilevante importanza anche in considerazione delle distorsioni della procedura derivanti dall'attuale quadro normativo, specie in materia di *project finance* a iniziativa privata, in cui il diritto di prelazione garantito al promotore ha allentato il confronto competitivo tra gli operatori, a scapito della qualità e del *value for money* delle operazioni.

16.6 Conclusioni

Gli elementi di miglioramento al *project finance* proposti nel capitolo si basano sulla capacità della pubblica amministrazione di condurre un adeguato processo di valutazione *ex ante* della dimensione economica e finanziaria degli investimenti dal quale dipende l'efficacia e la convenienza dell'operazione, grazie ai seguenti elementi:

- ▶ miglioramento della legittimazione e della *reputation* da cui dipende l'attrazione di nuovi investitori, anche esteri, e quindi un allargamento dell'arena competitiva;
- ▶ miglioramento del potere contrattuale, grazie a una conoscenza più profonda del mercato, del *project finance* e della specifica operazione, da cui dipende l'ottenimento di un miglior livello di trasferimento dei rischi; il contenimento dei margini di redditività per l'operatore privato; la definizione del livello ottimale di supporto pubblico all'operazione, eventualmente anche attraverso la sostituzione del prezzo con altri strumenti, quali il diritto di proprietà o di godimento su beni disponibili e non vincolati all'attività sanitaria (Vecchi 2004).

Si tratta di analisi che molto spesso richiedono competenze specifiche, non necessariamente presenti all'interno delle aziende sanitarie. A livello internazionale, per esempio, nel Regno Unito, tale problema è stato superato attraverso la standardizzazione del processo di valutazione, con la definizione di documentazione

tecnica di supporto (quali piani economici e finanziari, convenzioni tipo, *output specification* per la redazione dei capitolati gestionali) e la predisposizione di materiali per l'aggiornamento continuo e il rafforzamento delle competenze (manuali, linee guida e raccolte di buone pratiche). Inoltre sono stati attivati uffici di supporto a livello regionale, presso le *strategic health authorities* e una *task force* nazionale istituita presso HM Treasury³².

In Italia si rileva, invece, l'assenza di una programmazione e di un coordinamento regionale in tema di *project finance*³³. Spesso, quindi, le aziende sanitarie si muovono in autonomia e la verifica regionale sul progetto avviene durante l'iter di gara, con il rischio di rallentamenti della procedura, di introduzione di modifiche progettuali a seguito delle diverse istanze avanzate a livello regionale. Questi comportamenti sono alla base di una progressiva perdita di legittimazione del sistema pubblico rispetto a operatori internazionali e dell'accumulazione di costi (*fees*) sulle proposte progettuali finalizzate a mitigare gli effetti negativi dovuti alla possibile elevata incidenza dei costi di transazione.

È altresì evidente la necessità di un maggior coordinamento tra livello regionale e nazionale nella programmazione degli investimenti pubblici e nella definizione di strategie finanziarie (Germani e Sambri 2006), specie quando le stesse risorse nazionali (quali quelle dell'art. 20 della legge 67/1988) sono impiegate in modo differente a livello locale per l'attivazione di risorse private in schemi di *project finance*.

A tal proposito l'impiego delle risorse residuali dell'art. 20 potrebbe rappresentare l'occasione per sperimentare l'introduzione di alcuni strumenti a supporto del processo decisionale, della strutturazione e dell'implementazione del *project finance* in sanità, quali la standardizzazione dei contratti, percorsi strutturati di valutazione (*value for money*, *market test*, negoziazioni) nell'ambito di una azione coordinata tra regioni e governo, con il coinvolgimento di quegli attori che sul territorio hanno già sviluppato competenze (UTFP, centri di ricerca, *task force* regionali, *think tank* internazionali, associazioni di rappresentanza) al fine di definire un «approccio più unitario» al *project finance*, il consolidamento di conoscenze, il trasferimento di buone pratiche a livello regionale, aziendale e per stimolare un processo di *lobbying* a livello nazionale, soprattutto per introdurre alcuni cambiamenti normativi ritenuti più urgenti per rendere il *project finance* una valida alternativa ai tradizionali processi realizzativi.

³² Questi i link, rispettivamente, di HM Treasury e dell'Health Department: www.hm-treasury.gov.uk/documents/public_private_partnerships/ppp_index.cfm; www.dh.gov.uk/en/Procurementandproposals/Publicprivatepartnership/Privatefinanceinitiative/index.htm.

³³ L'unica significativa eccezione è rappresentata da Finlombarda e da Infrastrutture Lombarde che coordinano le principali operazioni di *project finance*, talvolta anche attraverso una responsabilità diretta (cfr. par. 16.7). Inoltre, va rilevata, l'attività a livello nazionale dell'Unità Tecnica Finanza di Progetto (UTFP), istituita nell'ambito del CIPE dall'art. 7 della legge 17 maggio 1999, n. 144, con il compito di promuovere, all'interno delle pubbliche amministrazioni, l'utilizzo di tecniche di finanziamento di infrastrutture con ricorso a capitali privati.

L'utilizzo del *project finance* per la realizzazione di investimenti infrastrutturali, specie nel settore sanitario per la loro ingenza, richiede ora un importante sforzo da parte delle istituzioni pubbliche e di tutti gli operatori coinvolti nel fare «un salto di qualità».

Questo contributo ha identificato alcuni punti di debolezza con riferimento alla dimensione economica e finanziaria che evidenziano l'urgenza di alcune azioni di miglioramento da parte delle regioni, quali per esempio:

- ▶ investimenti in competenze diffuse e non centralizzate in una *task force* che interviene secondo una logica *top-down*, con l'effetto di deresponsabilizzare e di svuotare di significato lo status di autonomia riconosciuto alle aziende sanitarie;
- ▶ investimenti in competenze multidisciplinari e multilivello attraverso la formazione di gruppi di lavoro e *units* di supporto formati da professionalità differenti provenienti dalle aziende sanitarie, dalle regioni, dall'accademia, dalla consulenza, dalla finanza;
- ▶ una programmazione di medio e lungo periodo nella quale devono essere concepite le operazioni di *project finance* e più in generale di *cross financing*;
- ▶ un continuo confronto tra i principali operatori del settore al fine di stimolare una crescita reciproca e un allineamento delle aspettative pubbliche e private che permette di strutturare operazioni capaci di soddisfare le esigenze delle diverse parti coinvolte;
- ▶ un maggior coordinamento a livello sovraregionale, al fine di contribuire al trasferimento di esperienze e stimolare un processo di *lobbying* a livello nazionale, soprattutto per introdurre alcuni cambiamenti normativi che potrebbero ridurre i costi del *project finance*, rendere più snelle le procedure secondo i principi della *better regulation*;
- ▶ un maggior trasferimento delle conoscenze a livello aziendale affinché esse si possano muovere con maggiore autonomia e professionalità nella fase di gestione delle operazioni, che è la più importante e critica, per la sua complessità, vulnerabilità e durata.

A livello aziendale, potrebbero essere, invece, utili alcuni interventi «operativi» finalizzati a riequilibrare il rapporto tra imprese private e aziende sanitarie pubbliche, quali:

- ▶ la subordinazione dell'avvio di operazioni di *project finance* alla valutazione di fattibilità, convenienza e sostenibilità;
- ▶ la predisposizione di adeguata documentazione di gara, comprendente una specificazione dei fabbisogni e dei relativi servizi richiesti dall'azienda sanitaria, specie con riferimento agli standard qualitativi; di una bozza di convenzione tipo con esplicitazione della tipologia di rischi da trasferire all'operatore privato; uno schema di piano economico-finanziario, con l'indicazione dei parame-

tri di base per rendere più agevole la valutazione del piano presentato e la comparazione in caso di più proposte/offerte;

- ▶ la previsione, in convenzione, di meccanismi che permettano di rinegoziare il contratto nel caso di modificazione sostanziale dei prezzi di mercato o della domanda, a vantaggio dell'una o dell'altra parte, al fine di ripristinare il giusto livello di equilibrio economico e finanziario, ovvero quello definito attraverso la gara;
- ▶ la previsione di una elevata attività di negoziazione, nelle diverse fasi di gara;
- ▶ la previsione, tra le variabili di valutazione delle offerte, degli elementi di remunerazione, quali VAN e TIR, al fine di contenere la remunerazione degli operatori entro livelli accettabili;
- ▶ l'utilizzo di piattaforme elettroniche per la gestione della fase di gara che permettono di ottenere i seguenti vantaggi:
 - ◀ tracciabilità dei dati;
 - ◀ maggior trasparenza;
 - ◀ allargamento dell'arena competitiva, anche in una prospettiva internazionale;
 - ◀ maggior efficienza negoziale;
 - ◀ riduzione dei costi di transazione.

Se da un lato il consolidamento di forme di public private partnership, quali il *project finance*, richiede un investimento significativo da parte dei sistemi sanitari regionali ed eventualmente, a livello nazionale, da parte dei ministeri della Salute e dell'Economia, dall'altro lato è doveroso affermare l'urgenza di cambiamenti più generali nel sistema, quali per esempio lo snellimento delle procedure a evidenza pubblica, un orientamento forte e positivo del governo o delle regioni a supporto delle operazioni di *project finance* e un maggior *commitment* da parte degli operatori privati e degli operatori finanziari.

Con riferimento a quest'ultimo punto, si auspica una chiarificazione del ruolo e dei contenuti dell'asseverazione, che a oggi risulta priva di alcun valore informativo ai fini della valutazione e spesso si traduce in un mero adempimento burocratico per le banche, a fronte comunque di consistenti *fees*, che ricadono sulla struttura dei costi di progetto e quindi sul bilancio delle aziende sanitarie. ampiamente remunerato. Si potrebbe a tal proposito pensare a una sorta di accreditamento degli operatori finanziari che, dietro equa remunerazione, potrebbero fornire un *auditing* indipendente della fattibilità delle operazioni di *project finance*, supportando pubblico e privato nella definizione delle caratteristiche dei progetti e valutandone la bancabilità. Questo permetterebbe di velocizzare le negoziazioni tra le stazioni appaltanti e gli operatori privati ai fini della firma dei contratti di concessione e di ridurre i tempi, spesso lunghi, che intercorrono tra l'aggiudicazione della concessione e la stipula dei contratti di finanziamento. In questo senso sarebbe possibile la triangolazione degli operatori del mercato, pubblica amministrazione, banche e società di progetto, secondo i modelli internazionali di *project finance*,

con importanti benefici in termini di circolazione delle informazioni, abbattimento delle asimmetrie informative e maggior celerità dei tempi.

Con riferimento al quadro normativo e fiscale merita qui richiamare all'attenzione la diseconomia fiscale che grava sul *project finance* per la realizzazione di opere a diretto utilizzo della pubblica amministrazione (come gli ospedali) nei confronti del *leasing*. Quando il canone di disponibilità è calcolato sull'ammortamento dell'investimento esso dovrebbe essere fiscalmente trattato come il canone di *leasing*, su cui grava un'aliquota del 10 per cento, contro quella al 20 per cento applicata a operazioni di *project finance*, contrattualmente assimilabili alle prime.

Bibliografia

- Amatucci F. (2006), «Il project finance nella pubblica amministrazione. Analisi delle principali criticità», *Quaderni FINTEMA (Istituto di Amministrazione, Finanza e Controllo, Università Bocconi)*, Milano, Egea.
- Amatucci F., Lecci F. (2006), «Le operazioni di partnership finanziaria pubblico-privato in sanità: un'analisi critica», in E. Anessi Pessina, E. Cantù (a cura di), *L'aziendalizzazione della sanità in Italia. Rapporto OASI 2006*, Milano, Egea.
- Amatucci F., Marsilio M., Vecchi V. (2005), *Il project finance negli enti locali*, Manuali Formez, Roma.
- Boyle S., Harrison A. (2000), *Private Finance and Service Development*, Working Paper.
- DLA Piper (2005), *PPP Report*.
- Finlombarda (2005), *Guida agli operatori del project finance*.
- Germani A., Sembri S. (2006), «PF, per governare lo strumento serve un piano di azione», *Edilizia e Territorio – Il Sole 24 ore*, n. 23, pp. 16-18
- Grant S., Quiggin J. (2002), «Public Investments and Risk Premium for Equity», *Economica*, n. 70, pp. 1-18.
- Klein M., So J., Shin B. (1996), *Transaction Cost in Private Infrastructure – Are They so High?*, World Bank.
- Marsilio M., Vecchi V. (2004), «Il finanziamento degli investimenti in sanità. Il quadro di riferimento e le dinamiche del rapporto tra regione e aziende sanitarie», in E. Anessi Pessina, E. Cantù (a cura di), *L'aziendalizzazione della sanità in Italia. Rapporto OASI 2004*, Milano, Egea.
- UBS (2003), *Healthcare Cost of Capital Handbook*.
- Vecchi V. (2004), «Investimenti pubblici: project finance o finanza tradizionale?», *Economia & Management*, n. 5.