

# Project Finance PA

Il Problema da Risolvere

Finance Atena

---

Milano - 27/01/2022

Il Problema da risolvere è l'inadeguatezza della tecnologia del foglio Excel, ed in generale del foglio di calcolo, nelle analisi Economiche Finanziarie Predittive, utilizzata nelle analisi di Project Financing ed in generale di PPP, dovuta al livello di approssimazione e di errore e quindi di Attendibilità della Realtà Economica Finanziaria elaborata, che risulta essere, nel migliore dei casi, nell'ordine del 15-20%. Questo tipo di approssimazione mette in evidenza un problema, non solo economico, ma anche di responsabilità sociale ed etico per la Pubblica Amministrazione, l'Investitore e per la Collettività, che non può più essere ignorato.

## IL CONTESTO DI RIFERIMENTO:

In questo capitolo facciamo riferimento alla problematica estesa del Partenariato Pubblico Privato e Project Finance con riferimento alla Legge 11 dicembre 2016, n.232 (legge di Bilancio 2017) e D.lgs. 19 aprile 2017, n.56 (correttivo al Codice dei Contratti Pubblici e successivi aggiornamenti).

In questo capitolo tratteremo in particolare le problematiche che impattano la **Pubblica Amministrazione** nella gestione del PPP e del Project Financing.

## ANDAMENTO DEL PROJECT FINANCING SUL MERCATO ITALIANO:



Dal 2012 e il 2016 il PPP in Italia ha prodotto 48 miliardi di euro di Progetti Fermi, solo per Contenziosi, pari a circa il 35% del numero complessivo di Progetti attivati.

Inoltre, maggiori sono i Progetti, più questa percentuale sale. Per Progetti con oltre 50 milioni di euro di Investimento il numero complessivo di Progetti bloccati è oltre il 53%. Questo significa che più della metà dei

Grandi Progetti in Italia sono bloccati [Fonte IFEL-Dipartimento Studi Economia Territoriale].

E il trend non accenna a fermarsi ancora oggi, soggetto anche alle difficoltà per molte PA di interpretare i nuovi input normativi del Nuovo Codice Appalti e Linee ANAC.

Quindi, possiamo dire in sostanza che fin qui il PPP in Italia è andato male e sono molti gli Operatori Italiani che disertano i Bandi di Gara, preferendo Opportunità di Investimento alternative.

La situazione è certamente complessa perché dipende da più fattori, rispettivamente:

- Dalla Normativa Italiana degli Appalti
- Dalla Pubblica Amministrazione
- Dal Privato
- Dall'uso inadeguato di una tecnologia

In questo capitolo cercheremo di evidenziare quei comportamenti che allontanano la Pubblica Amministrazione dalla possibilità di utilizzare il PPP in un modo proattivo, affinché possa ritornare a essere quel motore responsabile ed essenziale per la ripresa economica del territorio che rappresenta, perpetuandolo per tutte le amministrazioni attraverso l'Italia intera.

## UN PROGETTO IN PROJECT FINANCING

Le parti:

- Parte Pubblica (Stazione Appaltante)
- Parte Privata (Promotore, Concessionario)

Il Progetto che generalmente è costituito da:

- Progetto Urbanistico-Architettonico
- Un Piano Economico Finanziario
- Convenzione
- Asseverazione

## IL PIANO ECONOMICO FINANZIARIO NEL PPP ITALIANO

In questa sezione vogliamo dedicarci all'analisi delle criticità che portano la Pubblica Amministrazione ad un approccio limitativo al PPP in Italia, affinché la stessa possa essere sensibilizzata a superare queste "Pratiche Limitanti", retaggio di un approccio culturale superato e dell'uso inadeguato di una tecnologia, al fine di approdare ad un nuovo PPP innovativo e moderno nell'interesse della PA, della collettività e di tutti gli Stakeholder.

I Limiti della tecnologia dei fogli Excel, nella realizzazione dei Piani Economici Finanziari (PEF), si possono classificare in 3 categorie:

- **Mancanza di Attendibilità** della rappresentazione economica finanziaria della realtà
- **Mancanza di Opportunità** nel gestire le varie situazioni Economiche Finanziarie
- **Mancanza di Profittabilità**

Andiamo a esaminarli nel dettaglio.

## MANCANZA DI ATTENDIBILITÀ



## **1A CRITICITÀ “VOGLIO PORTI QUESTA DOMANDA ALLA QUALE TI CHIEDO DI RIFLETTERE ATTENTAMENTE. QUALE È LA % DI APPROSSIMAZIONE DELLA REALTÀ DI UN PEF REALIZZATO SU FOGLIO EXCEL?”**

In altre parole, qual è l'approssimazione media dei Piani Economici Finanziari che la Pubblica Amministrazione riceve per l'aggiudicazione di un'opera? Un 30%, un 70%? No, mediamente è un 15-20% e questo vuole dire che nel caso sia il 20% si trascina una marginalità di errore pari al suo complemento, cioè dell'80% e questo significa che se un valore ottenuto è 1.000, allora il suo valore vero oscilla da 200 a 1.800?

**E quindi quale Attendibilità per la Pubblica Amministrazione?**

**Quale conseguenze per la Collettività che rappresenta?**

### **ESEMPIO**

Oggi in Italia il 70% dei PEF presentati e aggiudicati sono privi di dati e risultati necessari per la Sostenibilità del Progetto.

Il 90% dei PEF sono definiti sulla base di assumption economiche e finanziarie essenziali che non tengono conto in modo corretto e realistico delle criticità di circolante, gestione IVA, corretto versamento delle imposte, corretto versamento delle rate del debito.

L'80% dei PEF sono presentati e aggiudicati con Fonti Finanziarie (Equity e Debito) sovrastimate.

Il 95% dei PEF sono presentati e aggiudicati con anni/mesi di Cash Flow negativi. Questo in particolare significa che il Progetto già in fase preliminare non ha cassa sufficiente a sostenersi.

**Questo è uno dei problemi del PPP, per il quale l'approssimazione troppo bassa dei PEF rende inattendibili i progetti che rappresenta, con i budget disattesi, maggiori spese, ritardi, inefficienze e danni per la collettività ed un'economia stagnante.**

**Qual è la causa?** Sicuramente uno di questi è dovuto ad un problema di tecnologia: il Foglio Excel è uno strumento fantastico, ma è inadeguato per la rappresentazione predittiva economica finanziaria di realtà così complesse.

## **2A CRITICITÀ: “IL PEF È GARANTITO PERCHÉ È STATO ASSEVERATO”**

C'era una volta un vecchio detto, riguardo la normativa della certificazione di Qualità, che dice:

**“Guarda questa sedia che ha rispettato tutti i processi di produzione previsti dalla Certificazione della Qualità; peccato che, quando uno si siede, si rompe”**

L'Asseverazione così come viene fatta oggi purtroppo non determina alcuna garanzia per la Pubblica Amministrazione, perché non va a fondo della struttura economica finanziaria del Progetto ma nella maggior parte dei casi si limita a certificare che i flussi dichiarati vadano a coprire gli investimenti dichiarati, senza entrare nello specifico di come sono stati creati, con quali algoritmi e con quali assunzioni.

#### ESEMPIO

Abbiamo visto asseverare dei Piani Economici Finanziari con la cassa negativa nei primi anni! Purtroppo!

### **3A CRITICITÀ: “COME SI FA A CONFRONTARE I DIVERSI PEF IN GARA?”**

Il primo criterio, affinché si possa confrontare due oggetti diversi, è quello della normalizzazione. In altre parole, occorre che il modello matematico economico finanziario sia omogeneo.

#### ESEMPIO

Tuttavia, come si fa a confrontare due PEF presentati sui fogli Excel? Forse dai risultati, per uno di questi il TIR è 12% e per l'altro il TIR è 15%. È sufficiente?

Assolutamente no, i risultati si possono ottenere, più difficile è costruire assunzioni economiche finanziarie corrette con i relativi algoritmi adeguati che li rappresentano.

Allora la Pubblica Amministrazione pensa di risolvere il problema chiedendo il Foglio Excel leggibile. Niente di più sbagliato. È come pensare di garantire il PEF con l'asseverazione... Richiedere il foglio Excel in chiaro non risolve alla Pubblica Amministrazione il problema dell'assicurazione circa la sostenibilità economica finanziaria dell'opera, per la natura stessa dei fogli Excel che sono soggettivi, incompleti, non certificati in termini degli algoritmi utilizzati e con un'Attendibilità media del 20%.

Quale responsabilità allora si assume la Pubblica Amministrazione? Quale Responsabilità verso la Collettività? Quali Risultati? I risultati sono noti: disastrosi! Vale la pena continuare così? La PA proprio non può fare nulla? Noi crediamo di sì.

### **4A CRITICITÀ: PROBLEMA DELLA SCALA TEMPORALE ANNUALE:**

infatti, la tecnologia dei fogli Excel può essere solo su base annuale.

#### ESEMPIO 1

Quest'assunzione implica che puoi visualizzare una cassa su base annua che risulta sempre positiva, quando nella realtà è negativa per la maggior parte dei mesi rendendo il progetto non sostenibile, con indici di redditività, bancabilità non attendibili e fonti necessarie per la copertura del debito inadeguate.

#### ESEMPIO 2

La necessità di avere un cash flow su base mensile, è imposto dalla necessità di visualizzare il pagamento delle imposte su base mese, dei dividendi, ecc.

### **5A CRITICITÀ: PROBLEMA DEL LIMITATO UTILIZZO DELLE FUNZIONI FINANZIARIE:**

Infatti, diventa impossibile con la tecnologia dei fogli Excel impiegare tutte le funzionalità utilizzate e permesse nella finanza,

#### ESEMPIO

I calcoli ricorsivi, i rimborsi in Taylor Made, il calcolo delle commitment fee, l'autofinanziamento, le diverse modalità di compensazione dell'IVA, l'utilizzo dei principi variazionali per ottimizzare le variabili di sistema.

## **6A CRITICITÀ: PROBLEMA DELLA MANCANZA DI CERTIFICAZIONE DEGLI ALGORITMI UTILIZZATI:**

Senza fare riferimento alle fonti, che dichiarano la correttezza dell'algoritmo utilizzato, considerando inoltre che l'asseverazione non verifica questo aspetto.

## **7A CRITICITÀ: PROBLEMA DELL'ERRORE COLLEGATO ALLA COMPLESSITÀ:**

Infatti nell'ipotesi di potere rappresentare tutte le funzionalità di cui sopra, il foglio Excel diventerebbe così complicato e complesso che andrebbe ad aumentare in modo proporzionale la probabilità di errore, rendendo comunque inattendibili le simulazioni.

### **ESEMPIO**

Due noti professori al MIT redassero il piano triennale delle Opere da fare per un importante Dipartimento del Governo. Purtroppo, uno studente universitario del MIT, dopo qualche mese, sconfessò il PEF per avere trovato un errore di calcolo, banale, ma tale da rendere inattendibile le elaborazioni ottenute, con grave danno d'immagine del Governo e dei due professori.

## **8A CRITICITÀ: "PERCHÉ IL PRIMO E PIÙ GRANDE RISCHIO PER IL PEF È PROPRIO IL FOGLIO DI EXCEL?"**

Si parla tanto di analisi dei Rischi, ma quale è il Rischio associato all'utilizzo del foglio Excel per realizzare un PEF per l'analisi di fattibilità di una opera Pubblica?

### **ESEMPIO 1**

Useresti ancora un tecnografo per fare un Progetto?

### **ESEMPIO 2**

Useresti ancora una carrozza con i cavalli per fare un viaggio?

## **9A CRITICITÀ: "LA MANCANZA DI UN APPROCCIO SISTEMICO"**

dovuta all'incapacità della tecnologia dei fogli Excel di prendere in considerazione tutte le variabili insite in un determinato contesto che obbligano a fare approssimazioni, rendendo però inattendibile il progetto.

### **ESEMPIO**

La necessità di specificare l'aliquota IVA associata a ogni variabile che entra nel modello, i gg di pagamento/incasso puntuali, le aliquote di imposta, le variabili di rischio, ecc.).

## **MANCANZA DI OPPORTUNITÀ**





La possibilità di gestire in modo flessibile le diverse casistiche che un progetto può offrire non risulta possibile con un PEF sviluppato con la tecnologia dei fogli Excel, proprio perché questa tecnologia non permette di sviluppare modelli che possono simulare in modo esauriente i diversi aspetti economici finanziari della realtà.

Infatti, riprodurre le diverse decisioni su foglio Excel, significa ogni volta personalizzare il modello con conseguente perdita di tempo, rendendo di fatto l'operatività impossibile.

Tuttavia, non gestirli, significa non essere in grado di tradurre le possibilità che la Pubblica Amministrazione potrebbe avere.

Cosa significa per la PA questo limite? Significa perdere Opportunità di realizzare opere che altrimenti avrebbe potuto realizzare.

Vediamo le ragioni strutturali dell'inadeguatezza del Foglio di Excel per la limitatezza di Opportunità che può offrire nella stesura di un Piano Economico Finanziario:

## **1A CRITICITÀ: "IL PEF? UNA FORMALITÀ"**

Purtroppo, il Piano Economico Finanziario viene considerato una formalità sia per il Privato che per il Pubblico quando nella realtà costituisce la parte essenziale del Progetto, quello che evidenzia l'equilibrio finanziario del progetto, la sua sostenibilità e in base a questo la capacità di dare le Infrastrutture e i servizi attesi alla collettività per la quale l'opera viene svolta.

## **2A CRITICITÀ: "IL PEF E IL PROBLEMA DELLA COMPETENZA"**

La maggior parte delle Pubbliche Amministrazioni non ritiene di avere le competenze economiche e finanziarie adeguate alla gestione di un PEF e pertanto si sente deresponsabilizzata nell'aspetto fondamentale della Valutazione del Progetto. Ritiene erroneamente che la Responsabilità del PEF ricada sull'Operatore, oppure sulle Banche o sul Consulente Esterno o sull'Organo di Asseverazione. Questo provoca un falso problema, perché chi approva il Progetto rimane sempre la Pubblica Amministrazione.

Allora che fare? Abdicare? No! La tecnologia può dare un valido aiuto alla Pubblica Amministrazione

## **3A CRITICITÀ: "IL PEF COMUNQUE È UNA RESPONSABILITÀ DEL PROMOTORE"**

Purtroppo, non è Vero!

### **ESEMPIO 1**

Infatti, nelle Certificazioni di Asseverazione si trova sempre scritta la seguente frase:

" ... la presente asseverazione non costituisce attività sostitutiva della funzione di verifica e valutazione della proposta del promotore, di competenza unicamente della Pubblica Amministrazione..."

## ESEMPIO 2

Ecco perché ci sono state Sentenze che hanno dovuto ribadire la Responsabilità della Pubblica Amministrazione in materia di Approvazione in Bando di Gara. Ecco perché molte contenzioni chiamano in causa non solo i Partecipanti della Gara, ma la stessa Stazione Appaltante. Ecco perché, se un Progetto si ferma o peggiora causa danni reali come le recenti cronache Italiane hanno portato alla luce, la Comunità se la prende non solo con l'Operatore, ma anche e soprattutto con la Pubblica Amministrazione che l'ha approvato.

Pertanto, l'Amministrazione deve essere in grado di controllare i Piani Economici Finanziari che le vengono sottoposti.

## **4A CRITICITÀ: IMPOSSIBILE A SCOMPORRE UNA OPERA NELLE SUE UNITÀ:**

infatti, difficilmente con la tecnologia dei fogli Excel è possibile scomporre il Progetto (un investimento, un Modello di Business) nelle sue componenti economiche fondamentali (Business Unit con i propri periodi di investimento e operatività, investimenti, costi e ricavi operativi, stagionalità, ecc.) per individuare le componenti portanti del business e quindi avviare la possibilità di anticipare l'attivazione di una Business Unit o rimandarla e di trasformarla in opera calda da opera fredda.

### ESEMPIO

Il Progetto di Ristrutturazione di una Risulta, calcolato inizialmente con la vecchia tecnologia del foglio di calcolo, in 60 Mln di euro, fu reso possibile scomponendolo in unità con soli 45Mln di euro.

## **5A CRITICITÀ: PROBLEMA DELLA MANCANZA DI TRASPARENZA:**

Dovuta all'estrema soggettività del foglio Excel, che rende di fatto leggibile il foglio Excel solo da chi l'ha fatto.

### ESEMPIO

Prospetti di riepilogo diversi gli uni dagli altri, non distinti per competenza (ad esempio un cash flow sovrapposto ad un Conto Economico, ecc.).

## **6A CRITICITÀ: "IL PEF E IL PROBLEMA DELLA CONTINUITÀ"**

Questo Problema è dovuto alla cattiva pratica, secondo la quale il PEF, una volta approvato, non viene più rivisto in un'ottica di continuità temporale durante lo stato avanzamento del progetto. Questo rappresenta un grave limite perché una revisione periodica del PEF permetterebbe invece al Pubblico e al Privato di collaborare insieme per correggere immediatamente, sul nascere, la rotta progettuale di conduzione dello stesso al fine di evitare problemi dopo.

### ESEMPIO

Il 100% dei PEF non sono monitorati durante la loro vita utile.

Tuttavia, come farlo? Oggi è impossibile creare due scenari omogenei di confronto con la tecnologia dei fogli di Excel, per la loro soggettività, precarietà e perché non riuscirebbero a riflettere l'approssimazione almeno mensile degli stati avanzamento del PEF.

## **MANCANZA DI PROFITABILITÀ**





## **1A CRITICITÀ: SOVRASTIMA DELLE FONTI (EQUITY, LINEE BANCARIE, FINANZIAMENTO SOCI)**

dovuti alla tecnologia di Excel perché non permette un'ottimizzazione finanziaria dei flussi di cassa permessa invece dalla scomposizione del progetto nelle Business Unit, dalla gestione dei flussi su base mese e dalla gestione dell'autofinanziamento. Questo fa sì che la Pubblica Amministrazione deve mettere a Budget stanziamenti in eccesso, che potrebbe utilizzare in altre iniziative in altre parole, con il budget di stanziamento di una opera ne potrebbe fare due.

### **ESEMPIO 1**

Per questo problema un Project Financing di efficientamento energetico in cui inizialmente sembrava occorrere un investimento di 25 milioni di euro, in realtà, con una simulazione finanziaria corretta, fu realizzato dall'Investitore solo con 15 Mln€.

### **ESEMPIO 2**

Un Project Financing di un tratto di un'Autostrada fu realizzato con il 30% in meno dell'investimento previsto.

## **2A CRITICITÀ: LA SOSTENIBILITÀ È SEMPRE CRITICA**

perché non tiene conto di tutte le variabili finanziarie in gioco. Le motivazioni di questi risultati sono dovute principalmente al fatto che un'analisi economica finanziaria predittiva è un'analisi molto complessa che è inadeguato cercare di tradurre su un foglio di Excel per i limiti strutturali dello stesso, per la problematica posta in essere.

### **ESEMPIO**

La sostenibilità su base annua nella maggior parte dei casi è critica perché non tiene conto dei flussi di cassa su base mese creando delle Attendibilità non reali e, ignorando le coperture necessarie, comporta una sottostima del debito.

## **3A CRITICITÀ: "IL PEF, LA NORMATIVA VIGENTE E LE LINEE GUIDA ANAC"**

L'outing della Pubblica Amministrazione di non sapere nulla di Finanza di Project Finance ha dato l'input ai Ministeri Italiani preposti di avviare una rifondazione della Normativa in Materia PPP mediante il Nuovo Codice degli Appalti e le Linee ANAC e le loro continue revisioni.

In sintesi, è chiaro che questa recente Normativa ha provato a sopperire alle mancanze delle Stazioni Appaltanti in materia di Project Finance definendo dei Principi Guida, ma, a causa proprio di queste mancanze, è stata di fatto sostituita come Economista e Valutatore Economico e Finanziario dei singoli Progetti.

Il Principio dell'Equilibrio Economico Finanziario è diventato il mantra del Codice degli Appalti. Le Linee ANAC, che nel frattempo da guida sono diventate obbligatorie, hanno indicato alle Pubbliche Amministrazioni l'importanza matematica del  $VAN = 0$  e del  $WACC = TIR$  per un Progetto.

Ma è corretto quest'approccio? Purtroppo, No, perché va ad introdurre un ulteriore elemento formale facilmente bypassabile a sacrificio della sostanza che rimane quella della capacità di verificare realmente la sostenibilità economica finanziaria di un progetto. Vediamo perché:

Infatti, se da un lato la Normativa ha avuto il merito di diffondere questi concetti così cari al Project Finance, dall'altro non ha raccontato l'intera storia ma solo il finale, e dal finale difficilmente si può capire di che cosa parla la storia.

VAN, TIR e WACC infatti sono gli Indici finali di un Progetto in Project Finance, in quanto determinano la sua Sostenibilità. Ma come sono stati generati questi indici? Quali sono le assumption economiche, finanziarie, tecniche, macroeconomiche e fiscali che hanno generato questi indici? Come sono stati strutturati i Prospetti di Cash Flow, del Conto Economico, dello Stato Patrimoniale, delle Fonti/Impieghi di riferimento?

Tutto questo è il vero incipit della Sostenibilità del Progetto. Se questi dati sono incompleti o sbagliati, o con Rischi non correttamente valutati o non valutabili, puoi mettere il  $VAN = 0$  al centesimo ma è chiaro che non è questa la soluzione per avere un Progetto realmente sostenibile, è solo un metodo per nascondersi dietro la forma, dimenticando purtroppo la sostanza.

Se si racconta solo il Finale, una Storia può dire tutto e il contrario di tutto e, in sostanza, non dice niente.

**Per concludere, è giusto dare delle Linee Guida da seguire ma non ci si può sostituire al Valutatore del Progetto e del Mercato.**

**È necessario che la Pubblica Amministrazione ritorni protagonista del suo territorio con competenza, con autorità e con la capacità di decidere dei progetti da sviluppare per la collettività che rappresenta. Oggi la tecnologia può aiutare la Pubblica Amministrazione a riprendersi quel ruolo per cui era stata creata.**

## **4A CRITICITÀ: "IL PEF SOLO UN PROBLEMA DI PUNTEGGIO IN GARA?" È CORRETTO?"**

Come fa la Pubblica Amministrazione ad assegnare un punteggio a un PEF presentato in una Gara?

In base a quali criteri? Se il PEF presentato non è sostenibile, quale punteggio assegnargli?

Non sarebbe forse meglio l'esclusione dalla Gara? Come si fa a continuare a prendere in considerazione un Progetto che non ha la sostenibilità, parliamo da un punto di vista sostanziale e non formale (vedi l'Asseverazione).

## **IL CAMBIO DI PARADIGMA: "PER UN MONDO MIGLIORE, SOSTENIBILE"**

Abbiamo visto come la Pubblica Amministrazione debba ritornare:

- Al suo Ruolo di Centralità
- Al suo Ruolo di Competenza
- Alla sua capacità di decidere e valutare in modo competente e informato per prendere le decisioni corrette
- Di utilizzare le Risorse Tecnologiche adeguate e non continuare a utilizzare tecnologie inadeguate che sono parte in causa per avere prodotto i risultati di cui tutti siamo a conoscenza
- Di sapersi circondare di moderni consulenti che siano in grado di indirizzarla e non dei soliti nomi che hanno portato quello che tutti abbiamo sotto gli occhi
- E soprattutto a ritornare alla sostanza e abolire le tante e inutili formalità che ci hanno portato a dove purtroppo è il PPP.

## **UNA SFIDA**

E allora Pubblica Amministrazione, in particolare Sindaci, Assessori, Dirigenti cosa volete fare del futuro delle vostre Amministrazioni? Volete continuare a:

- Rendere deserti i Bandi?
- Fare sì che i Progetti con un Budget di 1 debba diventare x2, x3, x4?
- Continuare a disattendere le aspettative della collettività per una nuova opera o servizio?
- Continuare a fare a malapena 1 opera quando ne potresti fare 2-3 con lo stesso Budget?

Pensateci, avete una Responsabilità verso la collettività che rappresentate!

E Allora, se non Vuoi più questo:

- Acquisisci la nuova Piattaforma **"Finance Atena"** oppure
- Utilizza l'innovativa ATI di Consulenza Atena, basata sempre su **"Finance Atena"** per avere regolarmente a tua disposizione un ufficio di **"Project Financing"** all'interno della tua azienda, pagandolo solo per l'utilizzo che ne vorrai fare, ma comunque atto a risolvere i tuoi problemi odierni.



**WE ARE WORKING  
FOR A BETTER FUTURE,  
AND YOU?**



| Investor  
| @ the Center

**ATENA SRL**

Via Amendola 1  
20063 Cernusco S/N (MI)  
T +39 02 92106846  
F +39 02 92106770

[www.financeatena.it](http://www.financeatena.it)