

Linee guida per la redazione del piano economico-finanziario da parte degli offerenti

Premessa

Con D.G.P. n. 1963 del 24.11.2017 è stata valutata positivamente e dichiarata di pubblico interesse la proposta riguardante l'affidamento della concessione ("**Proposta**"):

- dei servizi idrotermali afferenti i complessi aziendali denominati "Palazzo delle Terme di Levico" e "Stabilimento Termale di Vetriolo", unitamente alla concessione mineraria denominata "*bacino idrico che alimenta le sorgenti minerali utilizzate nello stabilimento bagni di vetriolo*" per lo sfruttamento esclusivo delle acque naturali e termali di Levico e Vetriolo e delle relative fonti;
- della progettazione, costruzione e gestione del "Centro Medical Wellness" e del "parcheggio interrato".

La Proposta è stata presentata da Levicofin S.r.l. e Levico Terme S.p.A. ("**Promotore**").

Considerato che la Proposta prevede sia la gestione di "**Infrastrutture esistenti**" (Palazzo delle Terme di Levico e Stabilimento Termale di Vetriolo), sia la realizzazione di "**Nuove infrastrutture**" (Centro Medical Wellness e Parcheggio interrato), nel rinviare allo schema di Convenzione ed allegata Matrice per la puntuale allocazione dei rischi dell'operazione, si riporta di seguito una tavola di sintesi volta a fornire gli elementi principali per una chiara ripartizione degli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria tra Concessionario ed Provincia autonoma di Trento ("**PAT**" o "**Concedente**"):

Infrastrutture	PAT	Concessionario
Palazzo Terme di Levico e Stabilimento di Vetriolo	straordinaria	ordinaria
Condutture e impianti	ordin. e straord.	-
Centro Medical Wellness e Parcheggio interrato	-	ordin. e straord.
Parco Pubblico	ordin. e straord.	-

Resta inteso che gli offerenti potranno, e ciò è appositamente premiato in sede di offerta tecnica, impegnarsi ad assumere a proprio carico alcuni degli oneri che, nella citata tabella, si considerano a carico della PAT (a mero titolo esemplificativo gli oneri per la manutenzione straordinaria del Palazzo Terme di Levico e/o dello Stabilimento di Vetriolo potrebbe, anche prevedendo un limite massimo di intervento). In tal caso, andrà ri-elaborata la tabella di cui sopra con le novità del caso e nel piano economico finanziario dovrà essere dato espressamente conto dei conseguenti oneri che l'offerente stima necessari.

Gli offerenti dovranno produrre - sia in formato cartaceo, sia in formato elettronico Excel con formule e macro attive - un dettagliato Piano economico-finanziario ("**PEF**") relativo all'intero periodo di concessione, asseverato da uno dei soggetti indicati dal D.Lgs. n. 50/2016.

Il PEF dovrà essere elaborato in considerazione della progettazione e costruzione **del Centro Medical Wellness e del Parcheggio interrato, alla luce dei servizi previsti in tali plessi, nonché della gestione delle attività relative alle strutture del Palazzo delle Terme di Levico e dello Stabilimento di Vetriolo** per l'intera durata della concessione ("**Perimetro della concessione**").

Indipendentemente dalla previsione o meno della costituzione di una società veicolo, il PEF dovrà essere redatto, pertanto, facendo unicamente riferimento a circostanze riconducibili alla sola attività oggetto di concessione. Dovranno essere indicati, qualora presenti, oneri di start up, di strutturazione e di avvio dell'iniziativa.

Al fine di garantire adeguati livelli di bancabilità, le offerte devono "*dare conto del preliminare coinvolgimento di uno o più istituti finanziari*" del progetto (in aggiunta all'asseverazione) ai sensi dell'art. 183, comma 9, del D.Lgs. n. 50/2016.

Il PEF dovrà contenere una serie di elaborati idonei a dare evidenza dello sviluppo temporale dei dati economici, patrimoniali e finanziari per l'intera durata della concessione, necessari a stimare la redditività e

la bancabilità del progetto. Inoltre, dovranno essere indicati nel PEF tutti gli elementi quantitativi che saranno oggetto di valutazione dell'offerta economica come dettagliati nel Bando di gara, nonché il **Valore Attuale Netto del progetto**, il **TIR del progetto** ed l'**Annual Debt Service Cover Ratio - ADSCR**. L'offerente dovrà produrre con il PEF un'accurata Relazione esplicativa dello stesso, nonché l'asseverazione rilasciata da un istituto di credito o da società di servizi costituite dall'istituto di credito stesso ed iscritte nell'elenco generale degli intermediari finanziari così come previsto dall'art. 183, comma 9, del D.Lgs. n. 50/2016. Sono rimessi al soggetto asseveratore gli approfondimenti, per quanto compatibili, attinenti alle indicazioni ANAC di cui alla Delibera ANAC n. 318 del 28 marzo 2018 in merito alle condizioni di equilibrio.

Anche al fine di rendere confrontabili le offerte, il PEF dovrà essere redatto sulla base delle seguenti indicazioni.

1. Prospetti previsionali

Il Conto Economico, lo Stato Patrimoniale e i Flussi di Cassa dovranno essere redatti su base annuale per tutta la durata della concessione; il PEF che verrà predisposto da ciascun soggetto partecipante alla gara dovrà, a partire dai suoi dati di input, fornire almeno i seguenti prospetti ed elementi:

1. Tabella di sintesi degli elementi economico-finanziari;
2. Cronoprogramma degli investimenti: 2.A) iniziali e 2.B) nel corso della gestione (manutenzioni, rinnovi, etc.);
3. Prospetto Fonti – Impieghi;
4. Linee di finanziamento e condizioni (durata, tassi e piano di ammortamento);
5. Conto Economico previsionale;
6. Stato Patrimoniale previsionale;
7. Flussi di Cassa;
8. Trend della domanda stimata;
9. Costi gestionali con evidenza, per ciascuna voce che determina un esborso, dei driver di costo;
10. Piano Ammortamenti degli investimenti iniziali, manutenzioni straordinarie e rinnovi;
11. Imposte (IRES, IRAP ed IVA).

In aggiunta a detti elaborati, il PEF dovrà essere integrato da ulteriori prospetti relativi al calcolo degli indici finanziari ("**Ratios**") per la stima e la valutazione dell'equilibrio economico-finanziario dell'investimento e della connessa gestione.

Resta inteso che gli offerenti potranno, comunque, aggiungere altri prospetti a condizione di darne opportuna giustificazione.

2. Investimento iniziale (Centro Medical Wellness e Parcheggio) e manutenzioni

Dovrà essere fornito un quadro economico dettagliato e relativo cronoprogramma degli interventi iniziali da realizzare in coerenza con le indicazioni progettuali. Il PEF dovrà dare evidenza, inoltre, di tutti gli interventi di manutenzione ordinaria e straordinaria, rinnovi e sostituzioni previsti nel corso della concessione, con dettagliata specificazione degli interventi posti in capo al privato - con indicazione della tipologia di intervento, relativa tempistica e modalità di stima dei relativi costi - e la tipologia degli interventi posti in capo alla PAT coerente con la ripartizione dei rischi di cui alla matrice dei rischi.

Il Quadro economico dovrà dare evidenza delle spese sostenute per la predisposizione dell'offerta nel limite del 2,5% del valore dell'investimento iniziale inteso come costo iniziale per opere, lavori e forniture e relative spese tecniche (con esclusione, pertanto, degli interventi di manutenzione straordinaria stimati nel corso della concessione). Si rende noto agli offerenti come le spese di predisposizione della Proposta ammontano ad euro 245.482,50; tale importo, come previsto dall'art. 183, comma 15, del D.Lgs. n. 50/2016, sarà riconosciuto dall'aggiudicatario definitivo al Promotore in caso di mancata aggiudicazione della concessione allo stesso Promotore e di non esercizio, da parte di quest'ultimo, del diritto di prelazione.

Gli interventi di manutenzione che l'offerente intende realizzare nel corso della concessione, contenuti nel Progetto presentato in sede di Offerta, dovranno comunque essere congrui al fine di assicurare la costante, regolare e sicura disponibilità delle opere rientranti nel Perimetro della concessione, nonché consentire al termine del contratto di procedere alla riconsegna delle strutture alla PAT in buono stato manutentivo.

Tutti gli interventi previsti dall'offerente dovranno risultare interamente ammortizzati entro il termine del periodo di concessione, allorquando tutti i beni compresi nel Perimetro della concessione rientreranno nella piena disponibilità della PAT senza alcun onere a carico della stessa.

Gli interventi previsti dal Promotore sono intesi come **minimi obbligatori**, vale a dire che ciascun offerente dovrà prevedere nel proprio PEF almeno gli interventi previsti dal Promotore; tuttavia, è rimessa a ciascun offerente la stima dell'importo necessario per la realizzazione degli stessi e la relativa tempistica in ragione della propria esperienza e delle soluzioni progettuali e tecniche prescelte da ciascun offerente.

3. Contributo pubblico e modalità di erogazione

Ai fini del raggiungimento dell'equilibrio economico-finanziario dell'iniziativa è previsto un contributo pubblico (prezzo ex art. 180, comma 6, del D.Lgs. n. 50/2016) da erogare a stato avanzamento lavori durante il periodo di realizzazione della struttura, che il Promotore stima pari a 4.800.000,00, oltre IVA (su cui trova applicazione il meccanismo dello *Split Payment*). Tale importo, rapportato all'investimento iniziale del Promotore (costi di costruzione iniziali, spese tecniche, costi di sviluppo della proposta, oneri finanziari capitalizzati) risulta pari al 44%. In sede di gara è richiesto un ribasso sull'ammontare del contributo pubblico di euro 4.800.000,00; resta inteso che l'Amministrazione concedente riconoscerà a titolo di contributo pubblico un importo massimo di 4.800.000,00 €/mln (oltre IVA) e, comunque, non superiore al 49% dell'investimento complessivo iniziale così come stimato dall'offerente nel proprio PEF (calcolato come sommatoria dei costi di costruzione iniziali, spese tecniche, costi di sviluppo della proposta ed oneri finanziari capitalizzati).

Per quanto riguarda la modalità di erogazione del contributo pubblico gli offerenti dovranno prevedere nel proprio PEF la corresponsione, nel periodo di costruzione, in misura proporzionale al totale degli oneri sostenuti per costi di costruzione iniziali, spese tecniche, costi di strutturazione ed oneri finanziari capitalizzati. Tale modalità di erogazione si ritiene possa contribuire ad ottimizzare la struttura finanziaria del PEF rispetto ad ipotesi di erogazione del contributo in proporzione ai soli costi di costruzione iniziali e relative spese tecniche e favorire, pertanto, maggiori ribassi sul contributo pubblico in sede di gara.

Nessun altro importo sarà riconosciuto dall'Amministrazione a titolo di contributo pubblico in conto investimenti o in conto gestione durante la concessione, né è prevista alcuna forma di garanzia / tutela della PAT a favore del Concessionario. Il rischio progettazione, costruzione e disponibilità (Punti 2.2. e 2.4. Linee Guida ANAC n. 9, Delibera n. 318/2018) delle nuove infrastrutture è, infatti, integralmente allocato sul Concessionario.

Per le ipotesi di eventuale revisione dell'equilibrio e/o contribuzione per insufficiente o mancato adeguamento tariffario si rinvia allo schema di Convenzione ed annessa Matrice dei rischi.

4. Tempistiche di base

L'offerente dovrà indicare i principali dati temporali della concessione a partire dalla firma della stessa, tra cui: le tempistiche per la progettazione e realizzazione del centro Medical Wellness e del parcheggio, l'inizio della gestione delle attività previste nel Palazzo delle Terme di Levico e nello Stabilimento di Vetriolo (che il Promotore prevede di avviare fin dalla firma della concessione), la durata della gestione delle strutture, la durata complessiva della concessione e le ipotesi relative agli investimenti nel corso della concessione per manutenzioni straordinarie e rinnovi e delle attrezzature e degli arredi. La durata complessiva del contratto di concessione non potrà comunque superare i 25 anni.

5. Ricavi gestionali, trend della domanda e tariffe

Gli offerenti dovranno predisporre un dettagliato prospetto contenente i ricavi gestionali per ciascuna tipologia di servizio offerto di cui ai seguenti punti da 1 a 5, il trend della domanda stimata per l'intera durata della concessione, con dettagliata articolazione di:

1. domanda stimata per ciascuna tipologia di **servizi a pagamento** previsti nel Palazzo delle Terme di Levico e nello Stabilimento di Vetriolo, relativo piano tariffario e fatturato annuo;
2. domanda stimata per tipologia di **servizi convenzionati** con il Sistema Sanitario nazionale (SSN) e con il Sistema Sanitario provinciale (SSP) previsti nel Palazzo delle Terme di Levico e nello Stabilimento di Vetriolo, relative tariffe e fatturato annuo;
3. ingressi previsti nel **Centro Medical Wellness** e stima dei servizi e delle prestazioni ipotizzate con relative tariffe e fatturato annuo;
4. ipotesi gestionali del **parking** in relazione a: i) numero di posti auto/moto riservati per il personale (dipendenti e/o collaboratori) delle strutture termali o Medical Wellness; ii) numero di posti auto/moto destinati ai clienti delle strutture comprese nel perimetro della concessione e/o alla domanda esterna; iii) tariffe orarie e tariffe per abbonamenti/convenzioni o altre modalità (senza IVA e IVA inclusa); iv) indice di saturazione/copertura dei posti auto; v) giorni di apertura annua ed orari giornalieri; v) fatturato annuo;
5. introiti da Grand Hotel Imperial (5% della portata d'acqua dell'anno precedente) e Palace Hotel Raphael di Roncegno (10% della portata d'acqua dell'anno precedente) per rimborso derivante dalla **cessione della risorsa termale** denominata "Acqua forte di Vetriolo".

Gli offerenti dovranno dare evidenza di tutte le ulteriori eventuali fonti di ricavo da loro previste per altri servizi (bar/ristorazione, specifici servizi a domanda, vendite on-line e quant'altro risulta idoneo a generare introiti) e delle ipotesi formulate per la stima del relativo fatturato.

Resta inteso che il rischio domanda (inteso sia come contrazione della domanda di mercato che come contrazione di domanda specifica – Punto 2.3. Linee Guida ANAC n. 9, Delibera n. 318/2018) è integralmente allocato sul Concessionario

6. Costi gestionali

Gli offerenti dovranno predisporre un dettagliato prospetto contenente tutti i costi gestionali previsti e i relativi drivers, con un adeguato livello di dettaglio almeno in relazione a:

- personale, con dettaglio di tipologia e unità di unità lavorative (dipendenti e collaboratori per tipologia di mansione) previste per le strutture comprese nel perimetro della concessione;
- costi amministrativi, spese generali, costi di costituzione della SPV;
- costi per marketing e per attività commerciali e di promozione;
- assicurazioni, fidejussioni, cauzioni;
- manutenzioni ordinarie su impianti e immobili;
- utenze energetiche, acquisti e beni di consumo, con indicazione della quota IVA eventualmente non detraibile;
- canone annuo da riconoscere alla PAT per la concessione mineraria;
- tassa rifiuti, altre imposte e canoni comunali e/o provinciali, etc.

Gli offerenti dovranno dare opportuna indicazione di tutte le ulteriori voci di costo non incluse nei punti sopra citati ed indicare i relativi driver ed ipotesi di base anche in riferimento agli eventuali servizi aggiuntivi offerti.

7. Adeguamento inflativo

Il PEF dovrà essere redatto a valori correnti considerando:

- sull'investimento iniziale: nessuna inflazione;

- sui Servizi convenzionati offerti nel Palazzo delle terme di Levico e nello Stabilimento di Vetriolo, al fine di poter confrontare i diversi PEF presentati dagli offerenti, gli stessi dovranno prevedere obbligatoriamente, a partire dall'ultimo adeguamento tariffario avvenuto nel 2017 pari al 3%, una rivalutazione tariffaria massima ogni 4 anni al tasso del 6% (in linea con il trend storico). Resta inteso che durante la concessione i servizi convenzionati saranno aggiornati in ragione dell'effettivo adeguamento tariffario disposto dal SSN e SSP;
- sui servizi/cure a pagamento, sulle prestazioni offerte nel Centro Medical Wellness, sui ricavi da parcheggio, sui rimborsi previsti a fronte della cessione della risorsa termale denominata "Acqua forte di Vetriolo" al Grand Hotel Imperial ed al Palace Hotel Raphael di Roncegno e su ogni altra voce di ricavo prevista nel PEF gli offerenti dovranno obbligatoriamente applicare un tasso di inflazione annuo, a partire dal secondo anno di concessione, pari al 2,0%;
- su tutti i costi gestionali: al fine di poter confrontare i diversi PEF presentati dagli offerenti, gli stessi dovranno prevedere obbligatoriamente un tasso d'inflazione annuo pari al 2,0% per ciascuna voce, incluso le manutenzioni, a decorrere dal secondo anno di concessione.

8. Valore di riscatto

Non verrà previsto nessun valore di riscatto al termine della concessione; l'offerente dovrà prevedere il completo ammortamento degli investimenti realizzati durante la concessione entro i termini di durata del contratto.

9. Costi relativi ai finanziamenti ipotizzati

Dovrà essere data evidenza di tutte le linee di finanziamento ipotizzate (Senior, Iva, stand by facility, etc.) per la copertura finanziaria dell'investimento e le relative condizioni (durata, tassi di interesse, preammortamento, fees bancarie, imposta sostitutiva, etc.), fornendo il piano di ammortamento dei relativi finanziamenti ed ogni dettaglio utile. Nessuna garanzia o altra forma di tutela è fornita dall'ente Concedente al Concessionario per l'operazione di finanziamento; il rischio finanziario (disponibilità ad intervenire da parte delle banche, tasso di interesse, commissioni bancarie, ecc.) è, infatti, integralmente allocato sul Concessionario.

La durata del senior debt dovrà, oltre a risultare inferiore alla durata della concessione, dare evidenza di una prudente differenza tra le due scadenze (c.d. *coda del debito*).

10. Imposte

Il PEF dovrà presentare il calcolo delle imposte dirette IRES e IRAP dovute e la gestione dell'IVA. Ai fini del calcolo dell'IRES si precisa come, in caso di costituzione di Società di progetto, non si applichi alle operazioni di Finanza di progetto il limite di deducibilità degli interessi passivi entro il 30% del reddito operativo lordo (ai sensi dell'art. 96, comma 5, TUIR n. 917/86).

Il PEF dovrà evidenziare le aliquote IVA applicate sugli investimenti, sul contributo pubblico (prezzo), sui costi e ricavi gestionali. **Resta inteso che sarà cura dell'offerente verificare, al momento della presentazione dell'offerta, le aliquote in vigore per ciascuna voce di costo e di ricavo prevista nonché le aliquote concernenti IRES e IRAP.**

11. Equilibrio economico – finanziario

Il PEF deve dare evidenza del necessario equilibrio economico-finanziario dell'operazione, intendendosi con ciò che i ricavi di progetto coprano i costi di gestione e manutenzione, gli oneri finanziari, le imposte e che siano in grado di remunerare l'investimento ed i mezzi propri immessi nell'iniziativa, generando un rendimento congruo per l'operatore privato alla luce della tipologia del progetto e del profilo di rischio.

Anche alla luce delle Linee Guida ANAC n. 9, di attuazione del D.Lgs. n. 50/2016, approvate dal Consiglio dell'Autorità con Delibera n. 318 del 28 marzo 2018, *"l'equilibrio economico-finanziario è verificato quando, dato un tasso di congrua remunerazione del capitale investito, il **Valore Attuale Netto dei flussi di***

cassa del progetto (VAN del progetto) è pari a zero. Segnatamente, il PEF è in equilibrio quando il **TIR dell'Azionista è uguale al tasso atteso del capitale investito**; il TIR di progetto è uguale al costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital); il VAN dell'Azionista / di Progetto è uguale a zero. Se i valori di VAN e TIR di progetto non tendono all'equilibrio significa che il contratto contiene margini di extra-reddittività per il partner privato che ne riducono il trasferimento del rischio operativo”.

Gli indicatori della performance economico finanziaria e di bancabilità che l'offerente dovrà obbligatoriamente determinare nel PEF sono i seguenti:

- A. Valore Attuale Netto del Progetto (**VAN di Progetto**);
- B. Tasso Interno di Rendimento del Progetto (**TIR di Progetto**);
- C. Valore Attuale Netto dell'Equity (**VAN Equity**);
- D. Tasso Interno di Rendimento dell'Equity (**TIR Equity**);
- E. Annual Debt Service Cover Ratio (**ADSCR**).

I suddetti indicatori dovranno essere calcolati sulla base delle seguenti indicazioni.

Il **VAN ed il TIR di progetto** (Tasso Interno di Rendimento), dovranno essere calcolati sui **flussi di cassa operativi del progetto unlevered** determinati sulla base di una struttura 100% equity e, dunque, con le imposte (figurative) calcolate sul solo margine operativo netto (EBIT). Tali indicatori costituiscono un valido riferimento per valutare la convenienza del progetto presentato indipendentemente dalla modalità di finanziamento dell'iniziativa (mix debito / mezzi propri).

I flussi di cassa operativi del progetto dovranno essere, pertanto, determinati come segue:

Flussi di cassa di progetto operativi unlevered:

- (-) Costo di investimento (CAPEX)
- (-) Oneri finanziari capitalizzati
- (+) Contributo pubblico
- (+) EBITDA al netto di eventuali poste economiche
- (-) Manutenzione Straordinaria
- (+/-) Delta Capitale Circolante (il PEF al termine della concessione dovrà dare conto del saldo incassi/pagamenti dei crediti e dei debiti commerciali finali).
- (-) Imposte figurative calcolate sul reddito operativo (margine operativo netto)

Il **Van di progetto** dovrà essere ottenuto mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa di progetto operativi unlevered, di cui sopra, scontati al costo medio del capitale (**WACC**):

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCP_t^-}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{FCP_t^+}{(1+WACC)^t} = 0$$

Dove:

FCP_t^- = Flussi di cassa operativi di progetto unlevered negativi relativi al periodo t

FCP_t^+ = Flussi di cassa operativi di progetto unlevered positivi relativi al periodo t

WACC = Costo medio ponderato del capitale

T = Durata della concessione

Il costo medio ponderato del capitale ("WACC") da utilizzare per l'attualizzazione dei flussi di cassa di progetto operativi *unlevered* dovrà essere calcolato in funzione del mix ipotizzato di Senior debt ed Equity e alla luce di:

- Tasso di interesse del senior debt;
- Costo opportunità del capitale (K_e):

$$WACC = rd * \frac{D}{(D + E)} * (1 - t) + Ke * \frac{E}{(D + E)}$$

Dove:

D = massima esposizione finanziaria del senior debt in fase di costruzione

E = sommatoria dei versamenti effettuati dagli azionisti nell'anno di massima esposizione del senior debt

rd = costo del debito

Ke = costo opportunità del capitale privato

t = aliquota fiscale

Il **costo opportunità del capitale** (" K_e ") dovrà essere espresso dall'offerente, secondo la formula del Capital Asset Pricing Model ("**CAPM**"):

$$K_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

Dove:

r_f = tasso di riferimento privo di rischio (*Risk free*)

r_m = rendimento atteso del mercato

β = coefficiente di correlazione tra rendimento atteso del capitale di rischio e rendimento atteso del mercato

$r_m - r_f$ = differenza tra tasso privo di rischio e il rendimento atteso del mercato (*premio per il rischio*)

L'offerente dovrà effettuare il calcolo del **costo opportunità del capitale** (K_e) alla luce dei seguenti elementi:

- come tasso *risk free* sarà utilizzato quello associato a titoli di stato italiani (BTP) aventi una durata pari a quella della concessione;
- per quanto riguarda l'equity risk premium ($r_m - r_f$) è rimessa all'offerente la determinazione dello stesso, in ragione delle proprie valutazioni imprenditoriali e del profilo di rischio dell'operazione;
- il *Beta* rappresenta il rischio sistematico di un'attività finanziaria, ovvero la tendenza del rendimento di un'attività a variare in conseguenza di variazioni di mercato. Sarà cura dell'offerente stimare adeguatamente il coefficiente *Beta* dandone dettagliata illustrazione nella relazione al PEF e facendo riferimento a fonti attendibili (es: Damodaran, Datastream, Reuters etc.).

Il **TIR di progetto unlevered**, calcolato sui flussi di cassa di progetto operativi unlevered, è definito come quel tasso di attualizzazione che rende nulla la somma algebrica dei flussi di cassa in un dato periodo ed eguaglia, pertanto, il valore attuale dei flussi di cassa attesi nel tempo al valore delle attività (risorse impiegate) che li genera. In formula, il TIR riferito al progetto unlevered è:

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCP_t^-}{(1 + TIRp)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{FCP_t^+}{(1 + TIRp)^t} = 0$$

Dove:

FCP_t^- = Flussi di cassa operativi di progetto unlevered negativi relativi al periodo t

FCP_t^+ = Flussi di cassa operativi di progetto unlevered positivi relativi al periodo t

TIR_p = TIR di progetto unlevered

T = Durata della concessione

Ai fini del rispetto delle condizioni di equilibrio economico finanziario (Delibera ANAC n. 318 del 28 marzo 2018):

- il Van di Progetto riferito all'intero periodo di concessione, dovrà essere pari a zero (o di poco superiore);
- Il TIR di Progetto riferito all'intero periodo di concessione, dovrà essere pari, o poco superiore, al WACC.

L'offerente dovrà, altresì, determinare gli indicatori di redditività dell'Azionista **TIR Equity** e **VAN Equity**, calcolati considerando **con segno negativo i versamenti dei mezzi propri** (capitale sociale ed ogni altro eventuale finanziamento da parte dei soci) e, **con segno positivo, i flussi di cassa disponibili dopo il rimborso del debito (cash flow disponibile per soci o Free Cash Flow to Equity) ante distribuzione dei dividendi** per non tener conto delle scelte di politica aziendale relative alla modalità ed alla tempistica di erogazione dei dividendi.

Ai fini del tasso di attualizzazione per il calcolo del VAN Equity dovrà essere utilizzato il costo opportunità del capitale (K_e) come sopra determinato.

Il **TIR Equity**, ovvero quel tasso di attualizzazione che rende nulla la somma algebrica dei flussi di cassa dell'azionista in un dato periodo ed eguaglia il valore attuale dei flussi di cassa attesi nel tempo al valore degli investimenti effettuati dagli azionisti, in formula è:

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCEt^-}{(1 + TIR_e)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{FCEt^+}{(1 + TIR_e)^t} = 0$$

Dove:

$FCEt^-$ = Versamenti degli azionisti (equity, prestito soci, altri mezzi propri) relativi al periodo t

$FCEt^+$ = Free cash flow to Equity: flussi di cassa disponibili per l'equity dopo il rimborso del debito e ante distribuzione dei dividendi al periodo t

T = Durata della concessione

In formula, il **VAN Equity** (Valore Attuale Netto per l'azionista) il cui tasso di attualizzazione è pari al K_e è il seguente:

$$\sum_{t=1}^T \frac{FCEt^-}{(1 + K_e)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{FCEt^+}{(1 + K_e)^t}$$

Dove:

$FCEt^-$ = versamenti degli azionisti (equity, prestito soci, altri mezzi propri) relativi al periodo t

FCE_t^+ = Free cash flow to Equity: flussi di cassa disponibili per l'equity dopo il rimborso del debito e ante distribuzione dei dividendi al periodo t

K_e = costo opportunità del capitale privato

T = Durata della concessione

Ai fini del rispetto delle condizioni di equilibrio economico finanziario (Delibera ANAC n. 318 del 28 marzo 2018):

- il VAN_e , riferito all'intero periodo di concessione, dovrà essere pari, o di poco superiore, a zero;
- il TIR_e , riferito all'intero periodo di concessione, dovrà essere pari o poco superiore al K_e .

In ordine agli **indicatori di bancabilità**, gli offerenti dovranno rappresentare almeno il calcolo dell'indice annuo di copertura del servizio del debito, **Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR)** che, di norma, viene utilizzato da parte degli istituti finanziari per valutare la bancabilità dei flussi di cassa in relazione al rimborso del debito.

In particolare, il ADSCR rappresenta il rapporto annuo tra il flusso di cassa di progetto a disposizione del rimborso del debito al netto delle imposte e il totale del servizio del debito in quel periodo (quota capitale, quota interessi, commissione di gestione del debito).

ADSCR (Debt Service Cover Ratio) calcolato in ogni anno nel periodo di esposizione finanziaria:

$$ADSCR_t = \frac{FC_t}{QC_t + QI_t + C_t}$$

Dove:

FC_t = flussi di cassa disponibili per il servizio del debito al tempo t

QC_t = quota capitale da rimborsare al tempo t

QI_t = quota interessi da rimborsare al tempo t

C_t = costi accessori al finanziamento (incluse commissioni) al tempo t

Il valore minimo di ADSCR non deve risultare inferiore a 1,25x per l'intera durata del rimborso del debito. Eventuali valori inferiori a tale soglia dovranno essere adeguatamente motivati dall'Offerente.