A22

Analisi dell'equilibrio economico e finanziario della Parcheggi Pisa srl

Veronica Vecchi

MILANO, 24 GIUGNO 2011

AGGIORNAMENTO 19 SETTEMBRE 2011

AGGIORNAMENTO 9 NOVEMBRE 2011

AGGIORNAMENTO 25 MARZO 2013

AGGIORNAMENTO 30 NOVEMBRE 2013

PREMESSE

Obiettivo del presente lavoro è quello di individuare le possibili condizioni di equilibrio economico e finanziario derivanti da:

- riconoscimento di maggiori costi di investimento sostenuti dalla Parcheggi Pisa srl (il Concessionario), per motivi riconducibili al Concedente, come da stime elaborate dalla commissione nominata nell'ambito della procedura di accordo bonario (pari a 3.742.000 euro)
- minori ricavi generati da una riduzione del numero dei posti auto

Al fine di poter svolgere tali valutazioni sono stati analizzati i seguenti documenti predisposti dal Concessionario:

1) Piano Economico e Finanziario predisposto nel luglio 2002 (di seguito PEF base), dal quale si evince un Tasso Interno di Rendimento (di seguito TIR) del progetto pari a circa il 13,34% e dell'azionista (calcolato dalla scrivente sui free cash flow to equity[1]) del 20%
2) Piano Economico e Finanziario ante riequilibrio (PEF ante riequilibrio) allegato alla variante al progetto esecutivo (novembre 2009), riformulato con la previsione di 270 posti auto e un investimento aggiuntivo di 8.389.545,33 euro, oltre a 1.591.000 di oneri finanziari capitalizzati e il PEF post riequilibrio, contente le modifiche proposte dal Concessionario per ripristinare le condizioni di equilibrio economico e finanziario. Di seguito si farà riferimento a questi due documenti anche come PEF modificato/i.

IL PIANO ECONOMICO E FINANZIARIO DI CONVENZIONE

Appare doveroso, prima di procedere con la valutazione delle condizioni di equilibrio economico e finanziario, commentare sinteticamente il piano economico e finanziario allegato al contratto (di seguito PEF base).

Il tasso interno di rendimento (TIR) del progetto pari al 13,34% è da ritenere sicuramente più elevato rispetto alle normali condizioni di mercato, soprattutto in relazione a operazioni di concessione finanziate in project financing relative alla costruzione e gestione di parcheggi di pubblica utilità.

Il tasso interno di rendimento calcolato, invece, sui flussi di cassa dell'azionista e non dichiarato è pari al 20%. Anche questo valore risulta sicuramente più elevato rispetto ai valori di rendimento medi sull'equity investito nell'ambito di progetti a tariffazione sull'utenza con pieno rischio di domanda sull'operatore privato. Tale valore potrebbe essere stimato pari al 12% annuo.

Questo risultato è determinato da un flusso consistente di flussi di cassa, comunque soggetti al rischio di domanda. Tali flussi di cassa determinano anche

[1] Il free cash flow to equity (a cui ci si riferisce con la sigla FCFE) è il flusso di cassa disponibile per la remunerazione degli azionisti.

un Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR)[2] medio pari al 2,3. Si ricorda che mediamente questo indicatore è variabile tra 1,4 e 1,5, essendo questo il range richiesto dalle banche finanziatrici.

Inoltre, dall'analisi risulta un tail period (periodo cuscinetto) di 15 anni. Anche questo elemento è ben più lungo della durata normalmente richiesta dalle banche finanziatrici per rendere bancabile l'operazione. Si ricorda che il tail period è il periodo che intercorre tra l'ultima rata di ripagamento del debito e il termine della concessione. Si tratta di un elemento molto rilevante da valutare, considerando che le operazioni di project financing di fondano sulla capacità dei flussi di cassa di ripagare l'investimento, finanziato per il tramite di una elevata leva finanziaria (quota rilevante di debito senior rispetto alle risorse proprie – equity). Nel caso specifico risulta una durata della concessione e in particolare del periodo di gestione quasi doppia rispetto alla maturity (durata) del finanziamento bancario.

IL PIANO ECONOMICO E FINANZIARIO PROPOSTO DAL CONCESSIONARIO per la rinegoziazione del contratto

Nonostante il PEF modificato dal Concessionario non costituisca fonte ufficiale, considerando che lo stesso è stato presentato dallo stesso come allegato alla variante al progetto esecutivo e non è mai stato approvato dal Comune, in esso sono contenute alcune informazioni che possono contribuire a rendere più puntuale la valutazione.

In particolare, rispetto alle categorie rilevanti prese in considerazione nell'analisi del PEF base, analizzando il PEF ante riequilibrio risulta che:

- il TIR del progetto è pari al 9,12%
- l'ADSCR medio è pari a 1,34
- il tail period aumenta a 20 anni, considerando che la durata del finanziamento rimane immutata a 15 anni e si propone un allungamento della concessione.

Da ciò è possibile dedurre che il Concessionario, nel rivedere il PEF e nel proporre sue condizioni di equilibrio, ha rivisto al ribasso sia il TIR di progetto target sia l'ADSCR, spostandoli verso condizioni che la scrivente reputa più vicino alle condizioni di mercato.

METODOLOGIA DI ANALISI

Da un punto di vista metodologico, l'individuazione dei presupporti dell'equilibrio economico e finanziario richiede la predisposizione di un piano economico e finanziario (PEF) definito con valori di input coerenti con le attuali condizioni di mercato.

Ai fini della definizione dei flussi di cassa, elementi necessari per la valutazione delle condizioni di equilibrio del PEF, è stato utilizzato lo stesso schema adottato

[2] L'ADSCR è l'indicatore di copertura annua del servizio del debito. Si tratta di un indicatore che misura la bancabilità del progetto e quindi la possibilità di finanziarlo.

dalla Pisa Parcheggi, in quanto ritenuto valido e completo, contenendo lo stesso sia la specificazione dei flussi di cassa del progetto (FCFO[3]) sia quelli dell'azionista (FCFE[4]).

Ai fini dell'individuazione dei dati di input è importante specificare che:

- Alcuni sono stati dedotti dal PEF allegato alla convenzione o sono stati congetturati sulla base di dati in esso contenuti;
- Altri sono stati congetturati e dedotti dal PEF ante riequilibrio, che ha rappresentato in particolare la base per la definizione dei seguenti elementi:
  - ✓ stato avanzamento lavori (in termini di assorbimento del capitale) nel periodo 2007 – 2009 (dato evidentemente non contenuto nel PEF base) ma non il valore dei maggiori costi di investimento, il cui dato deriva dalle stime effettuate dalla Commissione[5];
  - ✓ canoni corrisposti all'Amministrazione durante la fase dei lavori (il cui effettivo versamento è comunque da verificare con l'Amministrazione stessa);
  - ✓ numero dei posti auto da mettere a reddito, ridotti a seguito della minor disponibilità di spazio derivanti dalle modifiche progettuali;
  - ✓ valore delle tariffe applicate dall'entrata in gestione del parcheggio, che rappresentano la base per la stima dei ricavi futuri

Sempre da un punto di vista metodologico, il lavoro è stato condotto attraverso la definizione di alcuni scenari derivanti dalla combinazione di alcuni fattori rilevanti ai fini dell'equilibrio economico e finanziario, quali:

1. durata della convenzione
2. pagamento dei canoni concessori e per il diritto di superficie al Comune dal parte del Concessionario
3. livello di equilibrio economico e finanziario o in altre parole rendimento target da conseguire nell'ambito della Concessione
4. eventuale integrazione di fatturato (calcolato come integrazione di MOL – margine operativo lordo).

La ricerca del nuovo equilibrio economico e finanziario è finalizzata solo a comprendere le modalità che consentirebbero al Concessionario di "recuperare" nell'ambito del Contratto i maggiori investimenti riconosciuti. Tutti i maggiori costi

---

[3] FCFO è la sigla utilizzata comunemente per riferirsi ai flussi di cassa del progetto. La sigla si riferisce al termine inglese free cash flow to operation.

[4] Vedere nota a piè di pagina n. 1

[5] Questa congettura è stata resa necessaria dalla mancanza di altre indicazioni rilevanti necessarie per stimare l'assorbimento del capitale nel maggior periodo di costruzione rispetto a quello stimato inizialmente in sede di stipula della convenzione. Infatti, da un lato, il Concessionario dichiara, nel PEF ante riequilibrio, maggiori costi di investimento rispetto a quelli che la Commissione ha valutato essere cifra congrua da riconoscergli nell'ambito delle modifiche alla convenzione vigente. Dall'altro, il lavoro della Commissione ha portato alla definizione del maggior valore di investimento eventualmente da riconoscere al Concessionario ma non ai tempi di assorbimento di tali costi nel progetto.

non riconosciuti o derivanti dalla manifestazione di rischi che sono stati attribuiti al Concessionario non sono stati presi in considerazione e saranno a suo totale carico.

LO STATO DELL'ARTE E I NUOVI DATI DI INPUT

I dati di input rilevanti necessari per la revisione dei flussi di cassa sono riconducibili alle seguenti categorie:

a) costo dell'investimento (CAPEX[6]) comprensivo degli oneri finanziari capitalizzati;
b) ricavi e costi di gestione
c) ammortamento finanziario come definito nelle ipotesi del PEF base e come prassi
d) struttura finanziaria
e) imposte

Il costo dell'investimento

Il costo dell'investimento (CAPEX) è dato dalla somma dell'investimento (iniziale più il maggior costo stimato dalla Commissione), dei canoni corrisposti all'amministrazione e degli oneri finanziari capitalizzati (Tabella 1).

Dal PEF base risulta che gli oneri finanziari capitalizzati, il cui calcolo puntuale non risulta in nessun documento disponibile agli atti, ammontano al 2% del 70% (ammontare di debito "tirato" per il finanziamento dell'investimento) della somma del costo di realizzazione e dei canoni versati durante la costruzione.

Nel PEF modificato dal concessionario gli oneri finanziari capitalizzati ammontano a 1,68 milioni di euro (con una incidenza ben più consistente rispetto al PEF di base – 2% contro il 15% circa). Questo deriva dall'allungamento della durata dei lavori.

Nell'elaborazione qui formulata si considera che l'investimento realizzato nei primi anni di concessione (dal 2002 al 2007) sia prevalentemente finanziato in equity e che il debito sia tirato a partire dal 2007 per tre anni (Tabella 3). Questo appare coerente con il fatto che è riconducibile al Concessionario la maggior parte dei maggiori costi e tempi di realizzazione.

In particolare al fine del calcolo degli oneri finanziari capitalizzati sarà utilizzato come costo del debito il tasso indicato dal Concessionario nel PEF base e nel PEF modificato, che risulta, in linea generale, allineato alle attuali condizioni di mercato (6,5%). Da evidenziare che la modalità di calcolo proposta per la capitalizzazione degli oneri finanziari è quella standard utilizzata nell'ambito delle analisi di capital budgeting.

Sulla base di queste considerazioni gli oneri finanziari capitalizzati da utilizzare ai fini della presente analisi sono riportati in Tabella 2. Utilizzando gli stessi criteri di calcolo, risulterebbe che quelli relativi al CAPEX individuato dal Concessionario nella sua revisione dovrebbero ammontare a circa 1,475 milioni e non 1,68 milioni di euro come dichiarato.

[6] CAPEX è la sigla inglese comunemente utilizzata per indicare le spese di investimento.

Tabella 1: CAPEX per formulazione PEF (dati in mio euro)

CAPEX	valori
INVESTIMENTO INIZIALE	6.210,00
MAGGIORI COSTI	3.742,06
CANONI	911,00
INVESTIMENTO TOTALE	10.863,06
debito	8.350,00
OOFF CAP	1.139,78
kd	6,50%
CAPEX TOT	12.002,84
Equity	3.652,84
Leva	69,57%

Tabella 2: calcolo degli oneri finanziari capitalizzati per definizione CAPEX (dati in mio euro)

	02-07	08	09
tiraggio	30%	50%	20%
debito hp base	2.505,00	4.175,00	1.670,00
OOFF	162,83	434,20	542,75
OOFF totali	1.139,78		

Tabella 3: SAL ipotizzati per il CAPEX (dati in mio euro)

	02-07	08	09
investimento			
canon	5.0[illegible]		
OOFF			

differenza tra investimento iniziale ed esborso 2002 - 2007 + metà maggiori costi

Ricavi e costi di gestione

Nel PEF base e nel PEF modificato dal Concessionario non risultano modifiche nell'impianto logico relativo al calcolo dei ricavi, se non per quanto riguarda i volumi. In particolare nel PEF modificato dal Concessionario sono stati indicati i nuovi ricavi computati in relazione a un minor numero di posti auto (114) e soprattutto in relazione all'impossibilità di vendere 100 posti auto in grado di generare un flusso di cassa in entrate di 2,5 milioni di euro in grado di abbattere dopo due anni dall'inizio della gestione l'esposizione finanziaria del Concessionario.

Nel PEF modificato le tariffe per la sosta sono state rivalutate all'indice ISTAT medio pari al 2%. Tale rivalutazione risulta ragionevole. Pertanto le tariffe e conseguentemente i ricavi si sono modificati in ragione dell'adeguamento all'inflazione, come meglio indicato nella tabella 4.

Tra i costi di gestione sono considerati anche i canoni per concessione e per diritto di superficie: essi sono stati adeguati all'inflazione per calcolare l'ammontare dovuto al primo anno di gestione. Non è stata calcolata sugli stessi l'IVA a credito, come risulta dal PEF base.

Tabella 4: Adeguamento all'indice Istat delle tariffe

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
tariffa diurna	1,63	1,66	1,70	1,73	1,76	1,80	1,84	1,87	1,91
tariffa notturna	1,55	1,58	1,61	1,64	1,68	1,71	1,75	1,78	1,82
abbonamento notturno	80	81,60	83,23	84,90	86,59	88,33	90,09	91,89	93,73

Tali tariffe e i tassi di occupazione dei posti auto (identici sia nel PEF base che in quello modificato) determinano i ricavi indicati dal Concessionario nel piano da esso riproposto, pari nel primo anno di gestione a 1,005 milioni di euro; nel secondo anno pari a 1,318 milioni di euro e così via. Tali ricavi sono alla base del PEF formulato nella presente analisi.
Stesso ragionamento vale per i costi di gestione: il PEF qui formulato si basa su quelli dichiarati dal Concessionario nel PEF riformulato (che derivano da un adeguamento all'inflazione di quelli del PEF base), ad eccezione del canone annuo offerto all'Amministrazione, che nel PEF modificato risulta significativamente ridotto (pari a 7.000 euro/annui per i primi sei anni di gestione; pari a 8.000 euro/annui per i successivi sei anni di gestione; pari a 9.000 euro/annui per i successivi cinque anni di gestione e pari a 10.000 euro/annui per gli ultimi sei anni di gestione). I canoni sono stati pertanto calcolati rivedendo all'inflazione media del 2% annuo i canoni indicati dal contratto.
Inoltre, sono stati considerati costi di manutenzione straordinaria, pari a 45.000 euro/anno quale accantonamento al fondo investimenti per gli adeguamenti decennali, come da PEF base.

Struttura finanziaria
La struttura finanziaria ipotizzata nel PEF qui elaborato, come già accennato sopra, è stata ipotizzata dalla scrivente con un tiraggio del debito a partire dall'anno 2007 e per i successivi due anni secondo le seguenti percentuali 20% - 50% - 30% del Capex.
La leva finanziaria iniziale è stata ipotizzata, come da PEF base, pari al 70%. La leva finanziaria media risulta invece pari al 43%, a seguito del rimborso del capitale finanziato.
Il costo del debito è stato mantenuto, come dalle indicazioni del PEF base, pari al 6,5% poiché si ritiene tale valore allineato alle attuali condizioni di mercato.
In assenza di indicazioni specifiche da parte del Concessionario, sia nel PEF base sia nel PEF modificato, è stato ipotizzato un rendimento atteso sul capitale investito (equity) pari al 12%.
Questi dati consentono di calcolare un costo medio ponderato del capitale (WACC[7]) pari a 8,90%.

[7] WACC è la sigla comunemente utilizzata per indicare il costo medio ponderato del capitale e si riferisce alla termine inglese weighted average cost of capital.

Imposte

Le imposte (IRES e IRAP) sono state calcolate nella versione semplificata figurativa, nell'ambito dei flussi di cassa; il beneficio fiscale derivante dal pagamenti di oneri finanziari passivi è stato calcolato nel WACC.

GLI SCENARI

Come indicato nell'approccio metodologico sopra descritto, i dati di input sono finalizzati a formulare alcuni scenari di valutazione.
Per ciascun scenario è indicato il TIR di progetto quale indicatore di sintesi che esprime una condizione di equilibrio (quando uguale o superiore al costo medio ponderato del capitale) o di non equilibrio (quando inferiore al costo medio ponderato del capitale).

Scenario 1

- ✓ durata gestione immodificata e pertanto, dato il maggior tempo di realizzazione, pari a 23 anni
- ✓ corresponsione dei canoni concessori e di diritto di superficie al Comune da parte del Concessionario

In questo scenario il TIR di progetto risulta pari a 1,61%, mostrando quindi una chiara situazione di non equilibrio.

Considerato il non equilibrio economico e finanziario, si procede a definire scenari via via migliorativi, provando a individuarne il livello di equilibrio.

Scenario 2

- ✓ durata gestione immodificata e pertanto, dato il maggior tempo di realizzazione, pari a 23 anni
- ✓ NON corresponsione dei canoni concessori e di diritto di superficie al Comune da parte del Concessionario

In questo scenario il TIR di progetto risulta pari al 3,04%, mostrando anch'esso quindi una situazione di incontrovertibile non equilibrio.

Scenario 3

- ✓ durata gestione pari a 30 anni
- ✓ corresponsione dei canoni concessori e di diritto di superficie al Comune da parte del Concessionario

Il TIR continua a mostrare una situazione di non equilibrio, attestandosi al 3,02%

Scenario 4

- ✓ durata gestione pari a 30 anni
- ✓ NON corresponsione dei canoni concessori e di diritto di superficie al Comune da parte del Concessionario

Il TIR pur migliorando, continua a mostrare una situazione di non equilibrio, attestandosi al 4,28%

Scenario 5

- ✓ durata gestione pari a 50 anni, con ammortamento dell'investimento in 30 anni
- ✓ corresponsione dei canoni concessori e di diritto di superficie al Comune da parte del Concessionario

Il TIR si attesta al 4,57%.

Scenario 6

- ✓ durata gestione pari a 50 anni, con ammortamento dell'investimento in 30 anni
- ✓ NON corresponsione dei canoni concessori e di diritto di superficie al Comune da parte del Concessionario

Il TIR si attesta al 5,59%, migliorando ulteriormente ma mostrando ancora una situazione di non equilibrio se confrontato con il WACC definito al fine di queste valutazioni.

Considerando che i 6 scenari sopra presentati mostrano una situazione di non equilibrio sia se utilizza come parametro di equilibrio il WACC proposto dalla scrivente sia, a maggior ragione, se si utilizza il TIR proposto dal Concessionario nel PEF modificato e nel PEF base, di seguito si procederà a valutare come una integrazione di ricavi incide sui livelli di equilibrio. In particolare si ipotizza una integrazione di MOL (margine operativo lordo) derivante dalla concessione alla Pisa Parcheggi della gestione di parcheggi a raso, in grado di generare un maggior flusso di ricavi. La scelta di utilizzare l'integrazione del MOL invece dell'integrazione di ricavi deriva dal fatto che non è possibile stabilire dai documenti il differenziale dei costi di gestione derivante dal maggior numero dei posti auto.

Gli scenari sopra proposti saranno pertanto modificati con l'inserimento di una integrazione di MOL in grado di ripristinare alcune ipotesi di equilibrio definite secondo i seguenti criteri:

- ✓ equilibrio di super minimo, con TIR in grado di eguagliare un WACC definito con costo del debito al 6,5% come da PEF base e con costo dell'equity pari al rendimento di un titolo di Stato a lungo termine (5%). Tale WACC risulta pari al 4,9%;

- ✓ equilibrio ai livelli di mercato, ottenuto da un TIR in grado di eguagliare il WACC stimato ai fini di queste analisi, pari cioè al 8,9%, che risulta peraltro molto vicino al 9,12% indicato dal Concessionario nel suo PEF modificato; si utilizzerà, pertanto, come TIR target di questa situazione un 9%;
- ✓ equilibrio massimo, ottenuto da un TIR che eguaglia quello indicato nel PEF base, pari al 13,3%.

Prima di effettuare le simulazioni, vanno fatte alcune considerazioni rispetto a tre target di equilibrio sopra proposti.
Il target minimo prevede una remunerazione dell'equity ai livelli di un titolo di stato free risk (senza rischio) e pertanto sicuramente non allineata al rischio che tipicamente il mercato riconosce. Va comunque precisato che gli operatori privati che investono nelle operazioni di PF sono di matrice industriale. Si tratta, cioè, di soggetti che trovano il loro guadagno nelle attività di costruzione e di gestione e non nella rendimento del capitale investito. Ciò detto, il rendimento allineato ai titoli di stato sembra essere non allineato al costo medio ponderato della raccolta di un medio operatore di mercato, che in questo momento si indebita a un tasso compreso tra il 6,5% e il 7,5%.
Il target medio con rendimento dell'equity al 12% è definito secondo un approccio prudenziale.
L'equilibrio massimo fissa il rendimento dell'equity al 20%, valore che la scrivente reputa molto elevato, trattandosi anche di una concessione avete ad oggetto parcheggi pubblici e quindi con rischio forse più circoscritto rispetto alle condizioni di libero mercato.

La tabella 5 mostra all'incrocio tra la colonna del TIR obiettivo e lo scenario di riferimento l'incremento percentuale del MOL necessario per raggiungere la condizione di equilibrio definita dal TIR obiettivo.

Tabella 5: Integrazione di MOL nei diversi scenari per target di equilibrio

SCENARIO	Durata gestione	Canoni al Comune	TIR senza integrazione MOL	Integrazione MOL per TIR super minimo 4,9%	Integrazione MOL per TIR di mercato 9%	Integrazione MOL per TIR massimo 13,3%
1	23 anni	SI	1,61%	64%	172%	321%
2	23 anni	NO	3,04%	30%	117%	203%
3	30 anni	SI	3,02%	39%	151%	302%
4	30 anni	NO	4,28%	11%	97%	220%
5	50 anni	SI	4,9%	8%	129%	297%
6	50 anni	NO	5,9%	-	83%	214%

RISULTATI E CONSIDERAZIONI

Dalle simulazioni sopra effettuate ne risulta che il mantenimento della durata della gestione a 23 anni, con o senza corresponsione dei Canoni al Comune, implica la necessità di operare significative integrazione al MOL attraverso la cessione in gestione al Concessionario di ulteriori posti auto a rotazione, in ognuna delle tre ipotesi di equilibrio obiettivo.

Gli scenari con un allungamento a 50 anni della gestione garantirebbero senza integrazione di MOL l'equilibrio minimo, che in ogni caso presuppone un rendimento del capitale di rischio molto basso, pari a un investimento free risk in titoli di Stato e pertanto non in grado di remunerare il rischio assunto da un investitore in normali condizioni di mercato. Nell'ipotesi di garantire all'investitore rendimenti più alti, del 9% o del 12%, l'integrazione di MOL necessaria risulterebbe comunque elevata. Inoltre, vi è da considerare che una durata di concessione così lunga risulta difficoltosa da valutare, nel senso che la volatilità dei flussi di cassa (e in particolare di entrate e uscite di cassa determinate dai ricavi e dai costi) è sicuramente maggiore e più complessa da stimare. Inoltre, vi è da considerare che quanto più si allunga la durata della concessione tanto minore è il beneficio in termini di miglioramento del TIR, per effetto del principio dell'attualizzazione. Date queste considerazione, la scrivente sconsiglia di optare per gli scenari 5 e 6.

Ne risulta che i due scenari più adeguati risultano il 3 e il 4 e soprattutto quest'ultimo. Infatti, dovendo ripristinare una condizione di equilibrio sarebbe opportuno, a parere di chi scrive, muovere tutte le leve offerte dal progetto prima di individuare integrazioni esterne allo stesso, come appunto l'integrazione di MOL. Per tale motivo si ritiene razionale la riduzione dei costi di gestione del Concessionario attraverso l'azzeramento del canone di concessione e per il diritto di superficie. Lo scenario 4, in particolare, prevede una integrazione di MOL dell'11% nel caso di equilibrio minimo, del 97% nel caso di equilibrio ai livelli di mercato e del 180% nel caso dei equilibrio massimo.
Anche in relazione allo scenario 4, come evidenziato sopra per gli scenari 5 e 6, preme ricordare che l'equilibrio minimo non è in grado di remunerare ai livelli di mercato l'equity e che l'equilibrio massimo prevede una remunerazione dello stesso ben più elevata dei livelli di mercato. Pertanto si ritiene più adeguato un incremento del MOL del 97%.

In tabella 6 si riportano i posti auto che si dovrebbero concedere in gestione al Concessionario per raggiungere un livello di equilibrio con TIR pari al 9%. I valori dei posti auto sono forniti in relazione agi scenari 2, 4, 6, ovvero per gli scenari che prevedono un azzeramento del contributo a favore dell'amministrazione. Le simulazioni circa il numero dei posti auto sono state condotte sulla base di questi assunti:

- ✓ rotazione di 5 auto al giorno per posto auto
- ✓ tariffa oraria al netto di iva di 1,5 euro e 2 euro
- ✓ costi annui per posto auto di circa 150 euro (considerando le efficienze con la gestione del parcheggio interrato)
- ✓ giorni feriali 210/anno

Tabella 6: Posti auto stimati per conseguire l'equilibrio economico e finanziario

SCENARIO	Durata gestione	Tariffa 1,5 euro	Tariffa 2 euro
2	23 anni	645	471
4	30 anni	535	391
6	50 anni	420	310

Fatte queste considerazioni, è opportuno evidenziare nuovamente che il TIR al 9% è stato definito a condizioni di remunerazione dell'equity prudenziali. Da ciò ne deriva che possono esistere ulteriori spazi di negoziazione tra le parti finalizzati a definire il numero di posti auto da concedere in gestione.
Di seguito si riporta un confronto tra la richiesta formalizzata dal Concessionario (relativo a costi di investimento di euro 15,685 milioni + 911.000 di canoni concessori) e gli scenari 2, 4 e 6 qui analizzati.

Tabella 7: Differenza tra proposta di riequilibrio del Concessionario e gli scenari 2, 4 e 6

Elementi di riequilibrio	Proposta del Concessionario	Scenario 2	Scenario 4	Scenario 6
Durata gestione	45 anni	23 anni	30 anni	50 anni
Posti auto extra in gestione	455 (rotazione 5h al gg) a tariffa non specificata	645 a 1,5 euro 471 a 2 euro	535 a 1,5 euro 391 a 2 euro	420 a 1,5 euro 310 a 2 euro
Revisione canoni al Comune	Nessun canone corrisposto	Nessun canone corrisposto	Nessun .canone corrisposto	Nessun canone corrisposto
Rimborso oneri extra contratto	1.761.000 + iva	Nessun rimborso	Nessun rimborso	Nessun rimborso
TIR di progetto	9,12%	9%	9%	9%

Nonostante la differenza tra gli scenari qui presentati e la proposta del Concessionario appaia di primo acchito irrilevante, preme precisare che tali analisi si basano sul principio di attualizzazione dei flussi di cassa.
Al fine di apprezzare le differenze sostanziali che si celano dietro a numeri apparentemente simili si evidenzia questo confronto: i flussi di cassa ante imposte (riconducibili alla differenza tra costi e ricavi di gestione) previsti dal Concessionario sono superiori di circa 500.000 euro/annui rispetto a quelli dello Scenario 4. La somma di tale differenza, calcolata sui 45 anni di gestione previsti dal Concessionario, ammonta a circa 71 milioni di euro e la somma attualizzata (al tasso del 9%) a circa 8,5 milioni di euro.

Inoltre, come ultima ipotesi di riequilibrio, si segnala la possibilità per l'Amministrazione di erogare un contributo a fondo perduto a parziale o totale riduzione del maggior investimento riconosciuto dalla Commissione. Rispetto a questa soluzione si evidenziano le seguenti considerazioni:

1. nell'ipotesi in cui tale contributo fosse rateizzato e quindi erogato nel tempo esso dovrà essere di ammontare ben superiore rispetto al maggior

costo dei lavori riconosciuto: questo per effetto dell'attualizzazione dei flussi di cassa;

2. pertanto, il suo importo dovrà essere definito in base al periodo di erogazione e al numero delle rate;
3. un effetto maggiormente positivo sull'equilibrio economico e finanziario si avrebbe nell'ipotesi di corresponsione del contributo in una unica soluzione all'atto dell'accordo;
4. vi è inoltre da considerare che il PEF definito in queste simulazioni prevede che anche sulla maggior somma riconosciuta siano calcolati gli oneri finanziari capitalizzati, come da prassi. Questo evidentemente porta a un maggior costo complessivo da riequilibrare rispetto al valore stimato dei maggiori costi sostenuti (3,7 milioni di euro).

In sintesi, per queste ragioni, nel caso in cui il Comune erogasse oggi una somma di 3,7 milioni di euro, il TIR di progetto sarebbe pari al 6,50%, quindi inferiore a quel TIR del 9% considerato, nelle ipotesi sopra esposte, possibile TIR di equilibrio, seppure definito in modo prudenziale. Si specifica che tali valori sono stati applicati all'ipotesi di PEF a 30 anni di gestione e azzeramento del contributo comunale (scenario 4). Per generare un TIR del 9% sarebbe necessario erogare oggi un contributo una tantum di circa 7 milioni di euro; se tale contributo fosse rateizzato in 4 anni, la somma totale da erogare salirebbe di circa 8 milioni di euro. L'ipotesi di ricorrere da parte del Comune a un finanziamento della Cassa Depositi e Prestiti per finanziare l'erogazione una tantum di questo contributo sarebbe comunque da valutare attentamente in funzione delle condizioni di equilibrio che le parti negozieranno.

CONCLUSIONI

Questo documento ha voluto fornire un'analisi dei possibili scenari relativi al riequilibrio economico e finanziario della concessione a seguito del riconoscimento di maggiori costi di costruzione a carico del Concessionario.
Con esso non si intende fornire una soluzione in grado di ripristinare l'equilibrio economico e finanziario, ma, piuttosto, si identifica un percorso di analisi e di simulazione utile a supportare una negoziazione tra le parti.
Infatti, il punto di equilibrio non può essere definito in modo assoluto: esso è frutto di aspettative di rendimento degli investitori, in funzione delle condizioni di mercato del momento e future
Esso era stato definito al momento dell'aggiudicazione e coincideva con un TIR pari a oltre il 13%. Ora, però, potrebbe essere definito in modo differente, anche in considerazione del fatto che le condizioni di sistema si sono modificate e che si sono via via affinate le tecniche di strutturazione e valutazione delle operazioni di project financing.
Conseguentemente si ritiene che quel livello di equilibrio, con un TIR del 13%, sia oggi eccessivo; come pure si ritiene che possa essere oggetto di revisione (al ribasso) anche il TIR riproposto dal Concessionario in sede di richiesta di revisione del PEF (stabilito oltre il 9%). In particolare si reputa che le parti possano definire un punto di incontro che porti a ristabilire un equilibrio economico e finanziario

definito da un TIR di progetto tra il 6,5% (costo del debito) e quel tasso che la presente analisi ha stimato quale WACC di riferimento (8,90%).

ADDENDUM 1 – investimenti aggiuntivi per risistemazione Piazza

Nell'ipotesi di un incremento del valore dell'investimento da riconoscere al Concessionario pari a euro 1.951.826,17, i valori sopra stimati in relazione al numero di posti auto da concedere in gestione si modificano. La tabella 8 sintetizza i posti auto stimati per gli scenari 2, 4 e 6 al fine di ripristinare l'equilibrio economico e finanziario a un TIR pari al 9%.

Tabella 8: Posti auto stimati per conseguire l'equilibrio economico e finanziario nel caso di un investimento totale riconosciuto pari a 5,693 milioni di euro

SCENARIO	Durata gestione	Tariffa 1,5 euro	Tariffa 2 euro
2	23 anni	829	606
4	30 anni	721	527
6	50 anni	575	420

Milano, 19 settembre 2011

Veronica Vecchi

ADDENDUM 2 – Revisioni determinate dalle richieste delle Controparti

Richieste del Comune di PISA (il Concedente)

Sulla base delle richieste avanzate dal Concedente sono state effettuate due simulazioni, indicate come C1 e C2.

Le ipotesi di C1 sono le seguenti:

- pagamento di un contributo cash pari a 3,1 milioni di euro
- oneri finanziari capitalizzati sulla base di un sal annuo del 33% e tasso di capitalizzazione al 6,5% (importo risultate pari a 910.000 euro; nell'ipotesi in cui si fossero calcolati a un tasso del 5% sarebbero risultati pari a 700.000 euro)
- canoni versati all'amministrazione pari a 409.000 come da PEF base

Nella tabella di seguito si illustrano i risultati, calcolati in relazione a tre durate (30, 40 e 50 anni) e a due tassi di rendimento target (8% e 9%). I posti auto sono stati calcolati in riferimento alle ipotesi formulate sopra, con una tariffa oraria di 2 euro senz'iva, a partire dal 2012).

Durate gestione	30 anni		40 anni		50 anni	
Rendimenti	*Int. MOL*	*P. auto*	*Int. MOL*	*P. auto*	*Int. MOL*	*P. auto*
8%	50%	205	40%	161	35%	141
9%	72%	290	62%	250	57%	230

Le ipotesi di C2 sono le seguenti:

- pagamento di un contributo cash pari a 1,2 milioni di euro
- oneri finanziari capitalizzati sulla base di un sal annuo del 33% e tasso di capitalizzazione al 6,5% (importo risultate pari a 1.183.000 euro; nell'ipotesi in cui si fossero calcolati a un tasso del 5% sarebbero risultati pari a 910.000 euro)
- canoni versati all'amministrazione pari a 409.000 come da PEF base

Nella tabella di seguito si illustrano i risultati, calcolati in relazione a tre durate (30, 40 e 50 anni) e a due tassi di rendimento target (8% e 9%). I posti auto sono stati calcolati in riferimento alle ipotesi formulate sopra, con una tariffa oraria di 2 euro senz'iva, a partire dal 2012).

Durate gestione	30 anni		40 anni		50 anni	
Rendimenti	*Int. MOL*	*P. auto*	*Int. MOL*	*P. auto*	*Int. MOL*	*P. auto*
8%	80%	322	66%	266	60%	242
9%	105%	423	93%	375	90%	362

Richieste del Concessionario

Per avviare un processo di convergenza tra le due posizioni, è stata fatta la scelta di innestare le richieste del Concessionario su uno scenario di base che prevede una durata del periodo di gestione di 40 anni con il pagamento da parte dell'amministrazione di un contributo a parziale copertura dei maggiori oneri di 1,2 milioni di euro.
Questo scenario è stato poi integrato con alcune altre modifiche richieste:

- inserimento nel valore dell'investimento di tutti i canoni pagati all'amministrazione dall'avvio della concessione, per un totale di 1.213.000 euro;
- applicazione di una aliquota IRAP del 5,12% come in vigore in Regione Lazio
- stima dei posti auto integrativi sulla base di un costo annuo per auto (comprensivo anche degli investimenti decennali di adeguamento) pari a 444 euro (la tariffa applicata per le stime è di 2 euro + iva all'ora; rimangono invariate le altre stime formulate in precedenza).

Sulla base di queste ipotesi sono stati elaborati quattro scenari che derivano dalla combinazione ipotesi sul rendimento e sulla domanda:

ipotesi sul rendimento:

I. rendimento target al 9%
II. rendimento target al 13,34%

ipotesi sulla domanda:

I. tasso di occupazione al 50% (target di gara) raggiungibile al 2014 e revisione dei ricavi 2011 – 2013 sulla base del consuntivo 2011
II. tasso di occupazione al 35% raggiungibile al 2014 e revisione dei ricavi 2011 – 2013 sulla base del consuntivo 2011

Durata gestione	40 anni	
Tasso di occupazione a regime	50%	35%
Rendimenti	*P. auto*	*P. auto*
9%	543	1275
13,34%	1316	1509

In questa simulazione non è stato possibile applicare il calcolo dell'integrazione di MOL a causa dello "sbalzo" tra il periodo di ramp up e quello a regime.

Sintesi

A ulteriore sintesi delle elaborazioni sopra proposte si fornisce uno scenario formulato sulle seguenti ipotesi:

- durata della fase di gestione pari a 40 anni
- rendimento target al 9%
- tasso di occupazione target al 50% come da PEF base con riconoscimento dei ricavi per il periodo 2011 – 2013 sulla base del consuntivo 2011
- aliquota irap normale senza addizionali
- canoni versati all'amministrazione come da PEF base, considerando il trattamento favorevole delle penali sui ritardi in fase di costruzione nella stima del maggior costo di investimento
- calcolo degli oneri capitalizzati a un tasso del 6,5% su sal annui del 33%
- contributo cash dell'amministrazione di 3,1 milioni di euro
- costo di gestione annuo per posto auto ai fini della simulazione dell'integrazione di ricavi pari a 250 euro

Sulla base di queste ipotesi si stima un numero di posti auto addizionale pari a 270.

Milano, 9 novembre 2011

ADDENDUM 3 – Revisioni conseguenti a una differente stima dei maggiori costi di realizzazione da riconoscere al Concessionario

Sulla base dei nuovi aggiornamenti pervenuti, si è provveduto ad aggiornare i dati di input del modello di simulazione, con particolare riferimento a:
1) maggiori costi imputabili al progetto, da riconoscere al concessionario pari a 2,9 milioni di euro
2) canoni concessori corrisposti dal Concessionario all'amministrazione pari a 1.092.000 euro

Di seguito si propongono per gli stessi scenari presi in considerazione nelle precedenti simulazioni l' integrazione di MOL e i conseguenti posti auto necessari, ipotizzando una tariffa di 2 euro e di 2,5 euro all'ora.

Durate gestione	30 anni			40 anni			50 anni		
Rendimenti	Int. MOL	P. auto (2 euro)	P. auto (2,5 euro)	Int. MOL	P. auto (2 euro)	P. auto (2,5 euro)	Int. MOL	P. auto (2 euro)	P. auto (2,5 euro)
9%	91%	390	300	80%	340	265	75%	316	248

Attualizzando i flussi di cassa incrementali al tasso di sconto del progetto (WACC = 9%) risulta che il valore attuale dell'integrazione ammonta a:

durata 30 anni: 8,8 milioni di euro
durata 40 anni: 8,4 milioni di euro
durata 50 anni: 8,2 milioni di euro

Sostanzialmente su durate molto lunghe il valore dei flussi futuri è molto limitato.

Per rendere comparabili le valutazioni condotte nell'ambito di questo addendum con i parametri indicati sopra, per garantire l'equilibrio economico e finanziario l'amministrazione dovrebbe erogare oggi un contributo pari a 6 milioni di euro, prendendo a riferimento una durata di 30 anni.
L'erogazione di un contributo a fondo perduto incide nel piano economico e finanziario in modo differente rispetto a una integrazione di ricavi, operata mediante un contributo in conto gestione o con la concessione in gestione di ulteriori posti auto.

Milano, 25 marzo 2013