

# Le nuove definizioni introdotte dal TUSP e gli ambiti di applicazione della norma

**Bologna, 10 marzo 2017**

Dott. Roberto Camporesi  
[roberto.camporesi@bmpeassociati.it](mailto:roberto.camporesi@bmpeassociati.it)

Tel 0541 442811

**Decreto Legislativo 19 Agosto 2016 N.175**

**Decreto Madia**

**Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica.**

*I test di detenibilità delle società a controllo pubblico in ordine al combinato disposto dagli artt. 4,5,20 e 24 del D.Lgs. 175/2016*

## La ratio del D.Lgs. N.175/2016

- La ratio del Decreto Legislativo in oggetto è quella di fornire le disposizioni normative circa la costituzione di società da parte di amministrazioni pubbliche, nonché l'acquisto, il mantenimento e la gestione di partecipazioni da parte di tali amministrazioni, in società a totale o parziale partecipazione pubblica, diretta o indiretta.
- In ordine alle predette finalità, il Decreto Madia individua una serie di verifiche e test da applicarsi alle società a partecipazione pubblica in ossequio al quanto normato dagli artt. 4, 5 e 20 del decreto stesso.
- Nelle *slides* a seguire verranno individuati i singoli dettami specifici definiti dagli articoli sopra citati e le modalità operative attraverso le quali implementare i test e giungere alla definizione circa la reale detenibilità delle partecipazioni in oggetto d'analisi.

## L'ordine logico di procedimento

Il Decreto Madia prevede di procedere alla revisione delle società partecipate ai fini di una loro possibile razionalizzazione secondo due sinergiche modalità che si differenziano per tempistica di applicazione e procedure di implementazione.

### Revisione Ordinaria

Periodica annuale entro il 31.12

- Test sull'oggetto: Art. 4
- Test parametrici: Art. 20

### Revisione Straordinaria

Entro il 31.12.2016

- Test sull'oggetto: Art. 4
- Test di economicità: Art. 5
- Test parametrici: Art. 20

Segue l'individuazione degli specifici requisiti richiesti dai dettami normativi sopra individuati.

## Test di scopo e di oggetto: Art. 4 del D.Lgs. N.175/2016

1. Le amministrazioni pubbliche non possono, direttamente o indirettamente, **costituire società aventi per oggetto attività di produzione di beni e servizi non strettamente necessarie per il perseguimento delle proprie finalità istituzionali**, ne' acquisire o mantenere partecipazioni, anche di minoranza, in tali società.

2. Nei limiti di cui al comma 1, le amministrazioni pubbliche possono, direttamente o indirettamente, costituire società e acquisire o mantenere partecipazioni in società esclusivamente per lo svolgimento delle attività sotto indicate:

**produzione di un servizio di interesse generale**, ivi inclusa la realizzazione e la gestione delle reti e degli impianti funzionali ai servizi medesimi;

**progettazione e realizzazione di un'opera pubblica sulla base di un accordo di programma fra amministrazioni pubbliche**, ai sensi dell'articolo 193 del decreto legislativo n. 50 del 2016;

**a) realizzazione e gestione di un'opera pubblica ovvero organizzazione e gestione di un servizio d'interesse generale attraverso un contratto di partenariato** di cui all'articolo 180 del decreto legislativo n. 50 del 2016, con un imprenditore selezionato con le modalità di cui all'articolo 17, commi 1 e 2;

**b) autoproduzione di beni o servizi strumentali all'ente o agli enti pubblici partecipanti**, nel rispetto delle condizioni stabilite dalle direttive europee in materia di contratti pubblici e della relativa disciplina nazionale di recepimento;

**c) servizi di committenza, ivi incluse le attività di committenza ausiliarie**, apprestati a supporto di enti senza scopo di lucro e di amministrazioni aggiudicatrici di cui all'articolo 3, comma 1, lettera a), del decreto legislativo n. 50 del 2016.

### Test di scopo e di oggetto: Art. 4 del D.Lgs. N.175/2016

3. Al solo fine di ottimizzare e valorizzare l'utilizzo di beni immobili facenti parte del proprio patrimonio, le amministrazioni pubbliche possono, altresì, anche in deroga al comma 1, **acquisire partecipazioni in società aventi per oggetto sociale esclusivo la valorizzazione del patrimonio delle amministrazioni stesse**, tramite il conferimento di beni immobili allo scopo di realizzare un investimento secondo criteri propri di un qualsiasi operatore di mercato. [...]

7. Sono altresì ammesse le partecipazioni nelle società aventi per **oggetto sociale prevalente la gestione di spazi fieristici e l'organizzazione di eventi fieristici**, nonché la realizzazione e la gestione di impianti di trasporto a fune per la mobilità turistico-sportiva eserciti in aree montane.

8. È fatta salva la possibilità di costituire, ai sensi degli articoli 2 e 3 del decreto legislativo 27 luglio 1999, n. 297, le **società con caratteristiche di spin off o di start up universitari** previste dall'articolo 6, comma 9, della legge 30 dicembre 2010, n. 240, nonché quelle con caratteristiche analoghe degli enti di ricerca. [...]

## Test di economicità: Art. 5 del D.Lgs. N.175/2016

1. *A eccezione dei casi in cui la costituzione di una società o l'acquisto di una partecipazione, anche attraverso aumento di capitale, avvenga in conformità a espresse previsioni legislative, l'atto deliberativo di costituzione di una società a partecipazione pubblica, anche nei casi di cui all'articolo 17, o di acquisto di partecipazioni, anche indirette, da parte di amministrazioni pubbliche in società già costituite deve essere analiticamente motivato con riferimento alla necessità della società per il perseguimento delle finalità istituzionali di cui all'articolo 4, evidenziando, altresì, le ragioni e le finalità che giustificano tale scelta, anche sul piano della:*
  - a) *convenienza economica e della sostenibilità finanziaria;*
  - b) *possibilità di destinazione alternativa delle risorse pubbliche impegnate, nonché di gestione diretta o esternalizzata del servizio affidato;*
  - c) *compatibilità della scelta con i principi di efficienza, di efficacia e di economicità dell'azione amministrativa. [...]*

## **Test parametrici: Art. 20 del D.Lgs. N.175/2016**

[...] 2. I piani di razionalizzazione, corredati di un'apposita relazione tecnica, con specifica indicazione di modalità e tempi di attuazione, sono adottati ove, in sede di analisi di cui al comma 1, le amministrazioni pubbliche rilevino:

- a) partecipazioni societarie che non rientrino in alcuna delle categorie di cui all'articolo 4;
- b) società che risultino prive di dipendenti o abbiano un numero di amministratori superiore a quello dei dipendenti;
- c) partecipazioni in società che svolgono attività analoghe o simili a quelle svolte da altre società partecipate o da enti pubblici strumentali;
- d) partecipazioni in società che, nel triennio precedente, abbiano conseguito un fatturato medio non superiore a un milione di euro;
- e) partecipazioni in società diverse da quelle costituite per la gestione di un servizio d'interesse generale che abbiano prodotto un risultato negativo per quattro dei cinque esercizi precedenti;
- f) necessità di contenimento dei costi di funzionamento;
- g) necessità di aggregazione di società aventi ad oggetto le attività consentite all'articolo 4. [...]

### Modalità operativa di attuazione della revisione c.d. straordinaria (Art. 24 D.Lgs. 175/2016)

Si propone una modalità di esecuzione operativa, per step successivi, circa i test che dovranno essere implementati dalle Amministrazioni Pubbliche al fine di determinare l'eventuale esigenza dell'esecuzione di un piano di razionalizzazione del complesso delle società partecipate in ossequio a quanto normato dall'Art. 24 del D.Lgs. 175/2016.

Test di scopo (ex Art. 4 comma 1)

Test dell'oggetto (ex Art. 4 comma 2)

Test di economicità(ex Art. 5)

Test parametrici (ex Art. 20)

## Il piano d'azione

Dapprima, al fine di avere un quadro complessivo circa il paniere delle società partecipate, risulta essere necessario procedere ad una ricognizione globale circa le società sulle quali sarà necessario procedere alla verifica circa la sussistenza delle condizioni di detenibilità.

A tal scopo potrebbe essere utile redigere un database costantemente aggiornato sullo modello di quanto segue:

Database partecipate							
Codice riferimento	Ragione sociale	Tipo societario	P.Iva	Indirizzo	Contatti	Rapp. Legale	Quota % di possesso

## Verifica delle condizioni ex Art. 4: Test di scopo e di oggetto

Successivamente per ciascuna società e fondazione detenuta si dovrà procedere all'implementazione del primo Test inerente lo scopo e l'oggetto sociale della partecipata.

Segue un possibile modello operativo:

Test ART. 4 D.Lgs. 175/2016			
Test	Articolo	Descrizione	Check
<u>Test di scopo</u>	Art. 4 comma 1	Finalità istituzionali	<input checked="" type="checkbox"/>
<u>Test dell'oggetto</u>	Art. 4 comma 2 lett. a)	Servizio di interesse generale	<input type="checkbox"/>
	Art. 4 comma 2 lett. b)	Opera pubblica su accordo programma fra amministrazioni pubbliche	<input type="checkbox"/>
	Art. 4 comma 2 lett. c)	Opera pubblica o servizio di interesse generale tramite partenariato pubblico/privato	<input type="checkbox"/>
	Art. 4 comma 2 lett. d)	Autoproduzione di beni o servizi strumentali all'ente o agli enti pubblici partecipati	<input checked="" type="checkbox"/>
	Art. 4 comma 2 lett. e)	Servizi di committenza	<input type="checkbox"/>
	Art. 4 comma 3	Valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico	<input type="checkbox"/>
	Art. 4 comma 7	Gestione spazi ed eventi fieristici	<input type="checkbox"/>
	Art. 4 comma 8	Spin-off e Start Up universitarie	<input type="checkbox"/>

**N.B. Per il superamento del test deve essere soddisfatto il Test di scopo ed almeno una opzione del Test dell'oggetto**

## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Convenienza economica e sostenibilità finanziaria

- I crisi inerenti l'economicità e la sostenibilità finanziaria possono essere riscontrati attraverso la definizione di un piano industriale su base quinquennale finalizzato all'identificazione delle prospettive di crescita, sviluppo e sostenibilità del business in oggetto d'analisi.
- La valutazione dovrà essere condotta secondo una filosofia *stand alone*, ovvero al netto di eventuali plusvalori realizzabili tramite lo sfruttamento di sinergie di tipo orizzontale e/o verticale con altre realtà imprenditoriali. In sostanza, la sostenibilità del business deve essere valutata in modo asettico, individuando la sua propria capacità intrinseca di produrre valore.
- Nelle slides a seguire vengono individuate alcune modalità operative d'azione e di analisi dei risultati ottenuti. In particolare si individuerà, solo a titolo esemplificativo, una possibile condizione di equilibrio sia economico che finanziario attraverso la definizione di un ipotetico *business plan* quinquennale.
- Il predetto piano industriale, oltre alle analisi di tipo qualitativo, costituenti parte della base informativa propedeutica all'analisi pro-forma, dovrà prevedere un Conto Economico previsionale associato al relativo Stato Patrimoniale e Rendiconto dei flussi di cassa per ciascun esercizio previsionale.
- In via conclusiva si rammenta che al fine del riconoscimento della sussistenza dei predetti requisiti di economicità e sostenibilità finanziaria della società partecipata si dovranno verificare alternativamente una delle due seguenti condizioni nel periodo di piano considerato:
  - **Assenza di produzione di perdite economiche e persistenza di condizioni di assenza di squilibrio finanziario;**
  - **Presenza di uno squilibrio finanziario recuperabile all'interno di un piano di risanamento triennale.**



## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Convenienza economica e sostenibilità finanziaria

Conto economico previsionale										
Valori espressi in Euro	31/12/2016	%	31/12/2017	%	31/12/2018	%	31/12/2019	%	31/12/2020	%
							Generate		Generate	
Ricavi da vendite	2.950.000	100,00%	2.950.000	100,00%	2.950.000	100,00%	2.950.000	100,00%	2.950.000	100,00%
Variazione rimanenze di materie prime	182.364	6,18%	- 36.473	-1,24%	- 24.314	-0,82%	-	0,00%	-	0,00%
Acquisti di Mercei	1.641.274	55,64%	1.422.437	48,22%	1.434.596	48,63%	1.458.910	49,45%	1.458.910	49,45%
<b>PRIMO MARGINE</b>	1.491.090	50,55%	1.491.090	50,55%	1.491.090	50,55%	1.491.090	50,55%	1.491.090	50,55%
Spese per Servizi	651.090	22,07%	670.873	22,74%	659.435	22,35%	659.435	22,35%	659.435	22,35%
Affitti passivi	95.788	3,25%	94.000	3,19%	94.000	3,19%	94.000	3,19%	94.000	3,19%
Affitto ramo d'azienda		0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Canoni noleggi	26.998	0,92%	12.176	0,41%	12.176	0,41%	12.176	0,41%	12.176	0,41%
Costo godimento beni terzi	122.786	4,16%	106.176	3,60%	106.176	3,60%	106.176	3,60%	106.176	3,60%
<b>VALORE AGGIUNTO</b>	717.214	24,31%	714.041	24,20%	725.479	24,59%	725.479	24,59%	725.479	24,59%
Costo del Lavoro	611.247	20,72%	547.788	18,57%	519.218	17,60%	519.218	17,60%	519.218	17,60%
Acc.to Fondo T.F.R.	38.628	1,31%	33.200	1,13%	33.533	1,14%	33.533	1,14%	33.533	1,14%
<b>MARGINE OPERAT. LORDO (EBITDA)</b>	67.339	2,28%	133.053	4,51%	172.728	5,86%	172.728	5,86%	172.728	5,86%
Ammortamenti Materiali ed Immateriali	-	0,00%	3.200	0,11%	6.400	0,22%	6.400	0,22%	6.400	0,22%
<b>REDDITO OPERATIVO (EBIT)</b>	67.339	2,28%	129.853	4,40%	166.328	5,64%	166.328	5,64%	166.328	5,64%
Interessi attivi	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%	-	0,00%
Oneri Finanziari su mutui	-	0,00%	655	0,02%	477	0,02%	294	0,01%	105	0,00%
Oneri su scoperture c/c	4.420	0,15%	8.418	0,29%	1.013	0,03%	-	0,00%	-	0,00%
<b>EBT</b>	62.919	2,13%	120.780	4,09%	164.837	5,59%	166.034	5,63%	166.223	5,63%
IRAP	25.102	0,85%	28.554	0,97%	28.843	0,98%	28.843	0,98%	28.843	0,98%
IRES	16.607	0,56%	25.673	0,87%	35.858	1,22%	36.092	1,22%	36.137	1,22%
<b>REDDITO NETTO</b>	21.209	0,72%	66.552	2,26%	100.137	3,39%	101.100	3,43%	101.243	3,43%
Cash Flow immediato	59.837	2,03%	102.952	3,49%	140.070	4,75%	141.033	4,78%	141.176	4,79%
Margine di contribuzione	1.126.362	38,18%	1.564.035	53,02%	1.539.718	52,19%	1.491.090	50,55%	1.491.090	50,55%
Break Even Point a valore	3.728.876	126,40%	2.567.493	87,03%	2.538.158	86,04%	2.620.934	88,85%	2.620.934	88,85%
Margine di sicurezza sulle vendite		-26,40%		12,97%		13,96%		11,15%		11,15%



## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Convenienza economica e sostenibilità finanziaria

STATO PATRIMONIALE A LIQUIDITA' ED ESIGIBILTA' DECRESCENTI										
Valori espressi in (Euro)	Anno 2016	%	Anno 2017	%	Anno 2018	%	Anno 2019	%	Anno 2020	%
<b>ATTIVO CORRENTE</b>										
<i>Liquidita' Immedieate</i>	0	0,0%	0	0,0%	81.919	12,2%	283.187	32,7%	491.412	46,0%
<i>Totale crediti entro 12 mesi</i>	443.712	70,9%	443.712	71,5%	443.712	66,0%	443.712	51,2%	443.712	41,5%
<i>Liquidita' Differite</i>	443.712	70,9%	443.712	71,5%	443.712	66,0%	443.712	51,2%	443.712	41,5%
<i>Magazzino Netto</i>	182.364	29,1%	145.891	23,5%	121.577	18,1%	121.577	14,0%	121.577	11,4%
<b>TOTALE ATTIVO CORRENTE</b>	626.076	100,0%	589.603	95,0%	647.208	96,3%	848.476	97,9%	1.056.701	98,9%
<b>ATTIVO FISSO:</b>										
<i>Totale crediti oltre 12 mesi</i>	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<i>Totale immobilizzazioni</i>	0	0,0%	31.300	5,0%	24.900	3,7%	18.500	2,1%	12.100	1,1%
<b>TOTALE ATTIVO FISSO</b>	-	0,0%	31.300	5,0%	24.900	3,7%	18.500	2,1%	12.100	1,1%
<b>TOTALE ATTIVO</b>	626.076	100,0%	620.903	100,0%	672.108	100,0%	866.976	100,0%	1.068.801	100,0%
<b>PASSIVO CORRENTE:</b>										
<i>Passivita' Finanziarie</i>	378.806	60,5%	145.300	23,4%	6.214	0,9%	6.403	0,7%	0	0,0%
Debiti Commerciali	0	0,0%	142.633	23,0%	215.779	32,1%	292.581	33,7%	365.727	34,2%
Debiti Diversi Operativi	77.997	12,5%	74.777	12,0%	71.488	10,6%	72.430	8,4%	72.430	6,8%
Debiti Tributari	59.436	9,5%	35.987	5,8%	28.965	4,3%	17.670	2,0%	17.976	1,7%
<i>Passivita' di Funzionamento</i>	137.433	22,0%	253.397	40,8%	316.232	47,1%	382.682	44,1%	456.133	42,7%
<b>TOTALE PASSIVO CORRENTE</b>	516.239	82,5%	398.697	64,2%	322.446	48,0%	389.085	44,9%	456.133	42,7%
<b>PASSIVO CONSOLIDATO:</b>										
Mutui	0	0,0%	12.617	2,0%	6.403	1,0%	0	0,0%	0	0,0%
<i>Totale passività M/L</i>	0	0,0%	12.617	2,0%	6.403	1,0%	0	0,0%	0	0,0%
Fondo T.F.R.	38.628	6,2%	71.828	11,6%	105.361	15,7%	138.894	16,0%	172.427	16,1%
<i>Totale fondi</i>	38.628	6,2%	71.828	11,6%	105.361	15,7%	138.894	16,0%	172.427	16,1%
<b>TOTALE PASSIVO CONSOLIDATO</b>	38.628	6,2%	84.445	13,6%	111.764	16,6%	138.894	16,0%	172.427	16,1%
<b>TOTALE PASSIVO</b>	554.867	88,6%	483.142	77,8%	434.210	64,6%	527.979	60,9%	628.560	58,8%
<b>TOTALE CAPITALE NETTO</b>	71.209	11,4%	137.761	22,2%	237.898	35,4%	338.997	39,1%	440.241	41,2%
<b>TOTALE CAPITALE NETTO + PASSIVO</b>	626.076	100,0%	620.903	100,0%	672.108	100,0%	866.976	100,0%	1.068.801	100,0%



## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Convenienza economica e sostenibilità finanziaria

Valori in euro	RENDICONTO FINANZIARIO (metodo diretto)				
	Anno 2016	Anno 2017	Anno 2018	Anno 2019	Anno 2020
<b>SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE</b>	0	(378.806)	(139.269)	81.919	283.187
<b>EBIT</b>	67.339	129.853	166.328	166.328	166.328
Ammortamenti materiali ed immateriali	0	3.200	6.400	6.400	6.400
Imposte di competenza	41.710	54.228	64.701	64.934	64.980
Rettifica per risparmi d'imposta su oneri finanziari	1.061	2.178	358	70	25
<b>Autofinanziamento netto</b>	24.568	76.648	107.669	107.723	107.723
Accantonamenti fondi TFR	38.628	33.200	33.533	33.533	33.533
Rettifiche per variazione Fondi	38.628	33.200	33.533	33.533	33.533
Incremento crediti commerciali	443.712	0	0	0	0
Incremento scorte	182.364	(36.473)	(24.314)	0	0
Incremento debiti commerciali	0	142.633	73.146	76.802	73.145
Incremento debiti tributari	59.436	(23.448)	(7.023)	(11.295)	306
Incremento altri debiti operativi	77.997	(3.221)	(3.288)	942	0
Rettifiche per variazione CCNO	(488.643)	152.437	87.149	66.450	73.452
Investimento immobilizzazioni materiali	0	34.500	0	0	0
<b>FLUSSO DI CASSA OPERATIVO (Unlevered) (FCF)</b>	(425.447)	227.785	228.351	207.705	214.707
Nuovo mutuo Nuovo mutuo	0	24.500	0	0	0
Rimborso Nuovo mutuo	0	5.853	6.031	6.214	6.403
Oneri finanziari Nuovo mutuo	0	655	477	294	105
Oneri finanziari su fidi e c/anticipi	4.420	8.418	1.013	0	0
Rettifica per risparmi d'imposta su oneri finanziari	1.061	2.178	358	70	25
<b>FREE CASH FLOW TO EQUITY (LEVERED)</b>	(428.806)	239.537	221.188	201.268	208.225
Aumento di capitale versato	50.000	0	0	0	0
<b>FLUSSO DI CASSA FINALE</b>	(378.806)	239.537	221.188	201.268	208.225
<b>SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE</b>	(378.806)	(139.269)	81.919	283.187	491.412
<b>DISPONIBILITA' FIDI A BREVE</b>	555.000	555.000	555.000	555.000	555.000
<b>TIRAGGIO FIDI A BREVE</b>	378.806	139.269	0	0	0
<b>EXTRA FIDO</b>	0	0	0	0	0

## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Benchmarking (Make versus Buy)

- Quanto asserito dal secondo postulato del D.L.gs. 175/2016 impone la necessità di valutare la possibilità di destinazione alternativa delle risorse pubbliche impegnate che sottende all'ipotesi di considerare l'aspetto alternativo della gestione diretta rispetto a quella esternalizzata del servizio affidato, facendo esplicito riferimento al concetto anglosassone di scelta alternativa fra *Make or Buy*.
- Al fine di pervenire ad una scelta ponderata in merito a tale tematica risulta necessario condurre un'analisi di *benchmarking* con i potenziali *competitors* del settore (qualora ve ne siano) con lo scopo di verificare se le *performance* della controllata siano o meno in linea con quanto conseguito dal mercato. Dalla predetta analisi infatti, qualora la media di settore risulti maggiormente performante sarà necessario considerare se, ed in che misura, la controllata possa allinearsi a tali risultati o se, al contrario, risulti maggiormente efficiente la scelta di procedere all'esternalizzazione dei servizi ad essa affidati.
- In termini pratici la motivazione fornita dall'Amministrazione in merito alla detenzione di una determinata partecipazione deve dare conto della compatibilità della scelta con i principi di efficienza, efficacia e di economicità dell'azione amministrativa.
- Nelle slides a seguire verranno identificati alcuni indicatori di bilancio e parametri extra-contabili utili alla valutazione circa l'economicità e la sostenibilità finanziaria dell'attività delle partecipate in senso assoluto nonché relativo, ovvero confrontandoli con i soggetti individuati nelle analisi di *benchmark*

## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Indicatori di performance

I parametri che saranno utilizzati al fine di procedere alle valutazioni di *benchmark* e di *make or buy* sono i seguenti:



## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Indicatori di performance

- Tra i vari indicatori di redditività elaborati dalla dottrina economica, il ROE (Return on Equity) è stato sovente utilizzato al fine di misurare la convenienza economica di una gestione aziendale pubblica.
- L'indice che esprime convenzionalmente il tasso di redditività netta del capitale proprio è costituito dal ROE - Return On Equity – il quale mostra, in termini percentuali, il "ritorno" ottenuto dai soci sul capitale investito nell'impresa.

$$\text{ROE} = \frac{RN}{N}$$

Con:

RN = Risultato netto di periodo

N = Capitale netto medio del periodo

- Nelle aziende for profit, il ROE indaga la capacità dell'azienda di conseguire l'obiettivo di remunerare adeguatamente il capitale di rischio: pur semplificando, si può quindi affermare che tanto più elevato è il valore durevolmente espresso dall'indice, tanto più soddisfacente è la situazione sotto l'aspetto economico.
- Il ROE indica in quale misura nel periodo considerato l'impresa sia stata (o non sia stata) complessivamente in grado di remunerare il capitale in essa investito dai soci.
- Si tratta quindi di un indice massimamente sintetico, il cui valore può essere stato influenzato non solo dalle scelte di finanziamento e di investimento operate dall'impresa, ma anche da eventi straordinari che si sono accidentalmente o intenzionalmente evidenziati nel periodo, oltre che da possibili politiche fiscali poste in essere dall'impresa.



## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Indicatori di performance

La dottrina aziendalistica ha individuato quale indicatore particolarmente rappresentativo per la valutazione delle partecipazioni societarie degli enti locali il differenziale ROI-WACC.

Tale indicatore esprime di fatto il confronto tra la redditività operativa di una data azienda rispetto al costo medio ponderato del capitale in essa investito ed è pertanto considerato rappresentativo dell'attrattività di una determinata realtà aziendale all'interno di un portafoglio di partecipazioni.

L'investimento avrà pertanto una valutazione positiva quando si verifica  $ROI > WACC$ . Qualora, al contrario, il ROI sia inferiore al WACC la redditività del capitale proprio risulterebbe minore di quella operativa quanto maggiore è il debito contratto.

Il **ROI (Return On Investment)**, esprime in termini percentuali in quale misura l'impresa ha saputo far rendere il capitale da essa complessivamente investito (quindi sia rispetto al circuito degli investimenti caratteristici, sia rispetto a quello degli investimenti accessori).

$$ROI_g = \frac{ROG}{K}$$

Con:

ROG = Risultato operativo globale del periodo

K = Valore totale degli investimenti medi del periodo

Si tratta di un indice di fondamentale importanza, in quanto fornisce la misura sintetica della capacità dell'impresa di saper investire in condizioni di adeguata remuneratività.

## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Indicatori di performance

Il **WACC (Weighted Average Cost of Capital)**, ovvero il costo medio ponderato del capitale, esprime il costo che l'azienda deve sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci e terzi finanziatori. La sua formulazione è la seguente:

$$WACC = \left( \frac{D}{D+E} * r_D \right) * (1 - t_c) + \left( \frac{E}{D+E} * r_E \right)$$

Con:

R (d) = costo del debito

R (e) = Costo dell'equity

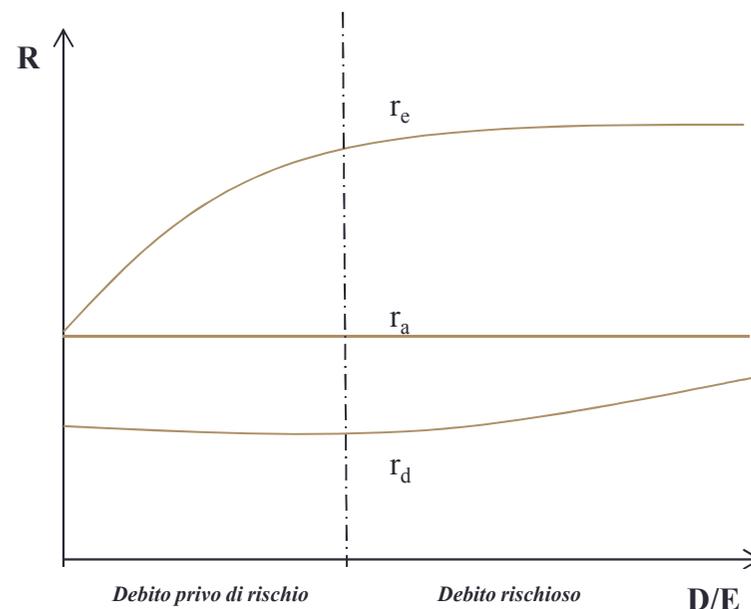
D = peso percentuale dell'indebitamento finanziario

E = Peso percentuale dell'equity

T (c) = aliquota fiscale dell'imposta sui redditi

Il significato intrinseco di detto indicatore risiede nella **II proposizione di Modigliani e Miller** la quale sostiene che il tasso di rendimento delle azioni ( $r_e$ ) di un'impresa indebitata aumenta in proporzione al rapporto D/E espresso in valori di mercato.

Il grafico a margine fornisce un'evidenza del concetto di costo opportunità del capitale R (a) che ne deriva dalla relazione fra costo del debito e rendimento dell'equity espressa da Modigliani e Miller.



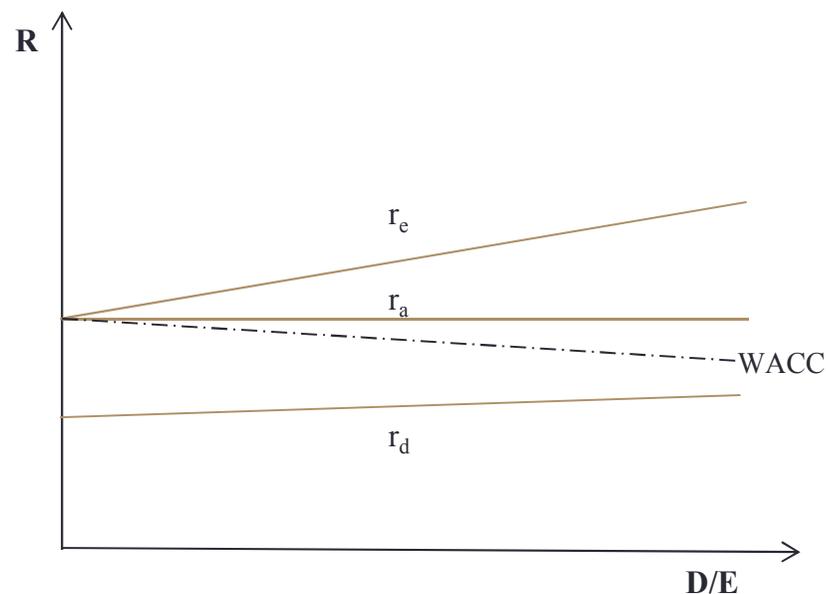
## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Indicatori di performance

In definitiva, il concetto di base trasferito da M&M asserisce che quando l'impresa modifica la propria combinazione di debito ed equity, si modificano il rischio e il rendimento atteso dei titoli che compongono il suo portafoglio, ma il costo totale del capitale  $R(a)$  resta invariato.

Tuttavia esiste una complicazione a tale paradigma. Infatti, gli interessi pagati sul debito di un'impresa possono essere dedotti dal reddito imponibile. Dunque, il costo del debito al netto delle imposte è  $r_d \cdot (1 - T_c)$ , dove  $T_c$  è l'aliquota d'imposta marginale per le imprese.

Pertanto, quando le imprese attualizzano un progetto mediamente rischioso, non utilizzano il costo opportunità del capitale  $R(a)$ , ma il predetto **WACC** (Weighted Average Cost of Capital).

Il grafico a margine identifica la variazione del costo opportunità del capitale  $R(a)$  all'atto della considerazione del su menzionato effetto fiscale, con la conseguente transizione al concetto di costo medio ponderato del capitale (WACC).



## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Indicatori di performance

L'EVA (Economic Value Added) è un metodo di valutazione aziendale incentrato sulla massimizzazione del valore per gli azionisti che si basa sul presupposto che un'impresa crea valore quando il rendimento degli investimenti da essa effettuati eccede il costo del capitale investito.

L'ipotesi di base è pertanto rappresentato dalla convinzione che un'azienda crea valore laddove i profitti sono superiori al costo delle fonti complessive di finanziamento. La sua formulazione è la seguente:

$$EVA = (r - WACC) \times COIN$$

Dove:

**WACC** = costo medio ponderato dei capitali investiti

**COIN** = CCNO + Immobilizzazioni materiali + Immobilizzazioni immateriali – Fondi

$$r = \frac{NOPAT}{COIN}$$

**NOPAT** = Reddito normalizzato (Net Operating Profit After Taxes)

Pertanto se  $EVA > 0$  un'azienda crea valore, viceversa se  $EVA < 0$  un'azienda distrugge ricchezza.

La capacità informativa di tale indicatore fa sì che lo stesso venga utilizzato dalla prassi non solo per le valutazioni delle aziende, ma anche per numerose differenti finalità gestionali quali il supporto alla pianificazione strategica nella valutazione di strategie alternative, la strutturazione di un sistema di *rewarding* basato sulla creazione di valore, la valutazione di operazioni di finanza straordinaria, nonché la comunicazione con gli investitori.

## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Indicatori di performance

- Il **marginale di struttura secondario** esprime il grado di solidità patrimoniale dell'impresa, pertanto, al contrario degli indicatori precedentemente analizzati, quest'ultimo non è volto alla misurazione delle performance, bensì alla valutazione della solidità e solvibilità aziendale, tanto che il fatto che tale indicatore non sia in equilibrio viene considerato come un primo elemento di allarme al manifestarsi della crisi ed al venire meno del presupposto della continuità aziendale.
- Il calcolo del margine di struttura allargato avviene confrontando gli investimenti in immobilizzazioni con le fonti di finanziamento delle stesse aventi la medesima natura temporale, ovvero il patrimonio netto e le passività consolidate. In particolare la formula di calcolo è la seguente:

$$\text{Margine di Struttura Secondario} = (\text{Capitale proprio} + \text{Passività Consolidate}) - \text{Attivo Immobilizzato}$$

- Affinché l'azienda sia considerata in salute tale indicatore deve assumere valori maggiori di zero in modo che la struttura fonti impieghi sia equilibrata. Ciò significa infatti che le fonti permanenti dell'impresa sono superiori alle attività fisse e pertanto vi è un equilibrio tra gli impieghi a lungo termine e le fonti a lungo termine.

## Verifica delle condizioni ex Art. 5: Disciplina europea in materia di aiuti di Stato

Infine, per quanto inerisce all'applicazione dell' Art. 5, nell'ambito della gestione del paniere delle società partecipate l'Amministrazione deve anche prendere in considerazione la verifica di taluni parametri al fine di evitare di ricadere nella fattispecie dei c.d. aiuti di Stato.

In particolare, le condizioni di contesto che giustificano la compensazione degli oneri di servizio pubblico, e quindi non si configurino come aiuti di Stato, sono state stabilite, oltre che da una serie di documenti della Commissione, dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia che con la sentenza Altmark del 24 luglio 2003, ha stabilito che la compensazione degli obblighi di servizio pubblico non costituisce aiuto di Stato purchè siano rispettati quattro criteri cumulativi:

- l'impresa beneficiaria deve essere effettivamente incaricata dell'adempimento di obblighi di servizio pubblico e detti obblighi devono essere definiti in modo chiaro;
- i parametri sulla base dei quali viene calcolata la compensazione devono essere previamente definiti in modo obiettivo e trasparente;
- la compensazione non può eccedere l'importo necessario per coprire interamente o in parte i costi originati dall'adempimento degli obblighi di servizio pubblico, tenendo conto dei relativi introiti e di un margine di utile ragionevole;
- quando la scelta dell'impresa da incaricare dell'adempimento di obblighi di servizio pubblico non venga effettuata nell'ambito di una procedura di appalto pubblico il livello della necessaria compensazione deve essere determinato sulla base di un'analisi dei costi che un'impresa media, gestita in modo efficiente e adeguatamente dotata di mezzi di trasporto, avrebbe dovuto sostenere.

## Verifica delle condizioni ex Art. 20: Test parametrici

A valle del superamento dei test inerenti le condizioni preposte dall'art. 4 e 5 del D.Lgs. 175/2016 l'Amministrazione dovrà valutare la sussistenza dei seguenti requisiti congiunti per ciascuna delle società partecipate.

Test ART. 20 D.Lgs. 175/2016			
Test	Articolo	Descrizione	Check
<b>Test parametrico</b>	Art. 20 comma 2 lett. b)	Società prive di dipendenti o numero amministratori maggiore del nuemro di dipendenti	<input type="checkbox"/>
	Art. 20 comma 2 lett. c)	Attività analoga a quella condotta da altre partecipate	<input type="checkbox"/>
	Art. 20 comma 2 lett. d)	Fatturato medio del triennio precedente non superiore ad un milione	<input type="checkbox"/>
	Art. 20 comma 2 lett. e)	Conseguimento di perdite economiche per quattro su cinque degli esercizi precedenti (ad esclusione di quelle che gestiscono un servizio di interesse generale)	<input type="checkbox"/>
	Art. 20 comma 2 lett. f)	Necessità di contenimento dei costi di funzionamento	<input type="checkbox"/>
	Art. 20 comma 2 lett. g)	Necessità di aggregazione di società aventi per oggetto attività di cui all'art. 4 D.Lgs. 175/2016	<input type="checkbox"/>
<b><u>N.B. Per il superamento del test nessuno delle suddette condizioni deve essere soddisfatta</u></b>			

## Quadro sinottico conclusivo

Al termine dell'espletamento delle operazioni e delle analisi economiche precedentemente descritte, si può individuare il seguente schema conclusivo e riepilogativo:

Società	Test Art. 4	Test Art. 5	Test Art. 20	Defenibilità
X	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	OK
Y	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	NO
K	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	OK
Z	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	NO