

PARTENARIATO PUBBLICO-PRIVATO E CONTO TERMICO 3.0 PER LA RIQUALIFICAZIONE ENERGETICA DEGLI EDIFICI PUBBLICI

PROFILI ECONOMICO-FINANZIARI DEL PPP

Costruzione e sostenibilità del PEF

- Dal progetto e dal contratto ai flussi di cassa.
- Il Conto Termico come fonte condizionata.
- Indicatori, stress test e riequilibrio.

Dario Orizio
Cesare Spezia



Le tre domande a cui deve rispondere il PEF

EQUILIBRIO ECONOMICO

Ricavi e corrispettivi coprono i costi di gestione e remunerano il capitale investito lungo la vita del contratto.

EQUILIBRIO FINANZIARIO

I flussi di cassa consentono di pagare puntualmente interessi e rimborso del debito, anno per anno.

AFFORDABILITY PUBBLICA

Canoni, contributi e rischi contrattuali sono compatibili con la capacità di bilancio pluriennale dell'amministrazione.

**Le tre dimensioni non coincidono automaticamente:
redditività, debito e sostenibilità pubblica vanno lette separatamente.**

Il PEF è un modello integrato, non un insieme di prospetti

1

Input

PFTE · contratto · Conto Termico

2

Impieghi e fonti

CAPEX · IVA/CCN · coperture

3

Gestione

Ricavi · OPEX · manutenzioni

4

Finanza

Debito · equity · riserve

5

Prospetti

CE · SP · flussi di cassa

6

Verifiche

VAN/TIR · DSCR/LLCR · stress test

**Un errore in un modulo si propaga automaticamente agli altri:
il PEF deve essere riconciliabile end-to-end.**

Gli input: cosa riceve il PEF da progetto, contratto e incentivi

PFTE

Progetto di Fattibilità
Tecnico-Economica

CAPEX, cronoprogramma, prestazioni energetiche, manutenzioni, sostituzioni e vita utile degli impianti.

CONTRATTO PPP / EPC

Energy Performance Contract

Durata, canone o corrispettivo, indicizzazione, KPI, penali, decurtazioni e opzioni contrattuali.

CONTO TERMICO 3.0

Spese ammissibili, incentivo stimato, calendario di erogazione, soggetto percettore, rischio di riduzione o revoca.

**Qui interessano gli effetti finanziari:
il PEF traduce dati tecnici e clausole in importi, date e rischi.**

Impieghi e fonti: il primo equilibrio da costruire

IMPIEGHI — FABBISOGNO

- Lavori civili e impianti
- Spese tecniche e di strutturazione
- Oneri finanziari in costruzione
- IVA e capitale circolante
- Contingency e riserve

FONTI — COPERTURE

- Conto Termico
- Eventuale contributo pubblico
- Debito
- Equity
- Altre fonti ammissibili

**Le fonti devono coprire il fabbisogno finanziario complessivo,
non soltanto il costo dei lavori.**

Il fabbisogno finanziario è uno strumento diagnostico

Conto Termico più prudentiale

Aumenta il fabbisogno residuo da coprire con debito ed equity.

Equity elevata

Può ridurre l'attrattività dell'operazione per l'investitore privato.

Leva elevata

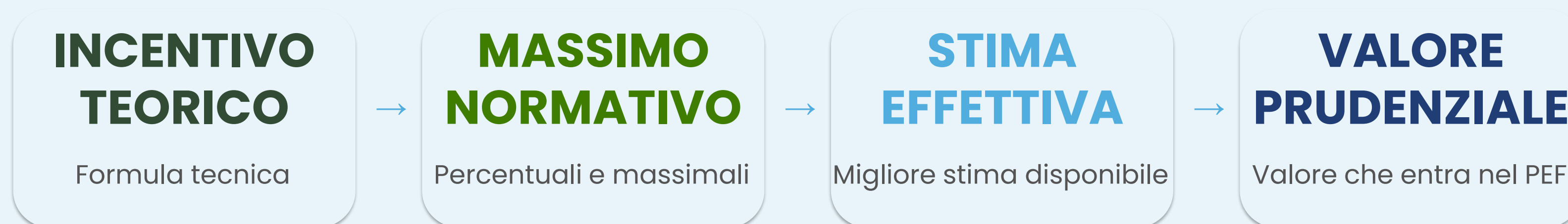
Aumenta la pressione sul servizio del debito e sul DSCR minimo.

Fonti successive

Generano bridge financing, commissioni e maggiori interessi in costruzione.

**Domanda diagnostica: se il Conto Termico si riduce del 10%,
il progetto continua a stare in piedi?**

Il Conto Termico è una fonte condizionata, non un ricavo certo



Nessun haircut standard: il valore prudenziale deriva dall'analisi dei rischi di

- **ammissibilità,**
- **quantificazione,**
- **timing e**
- **revoca.**

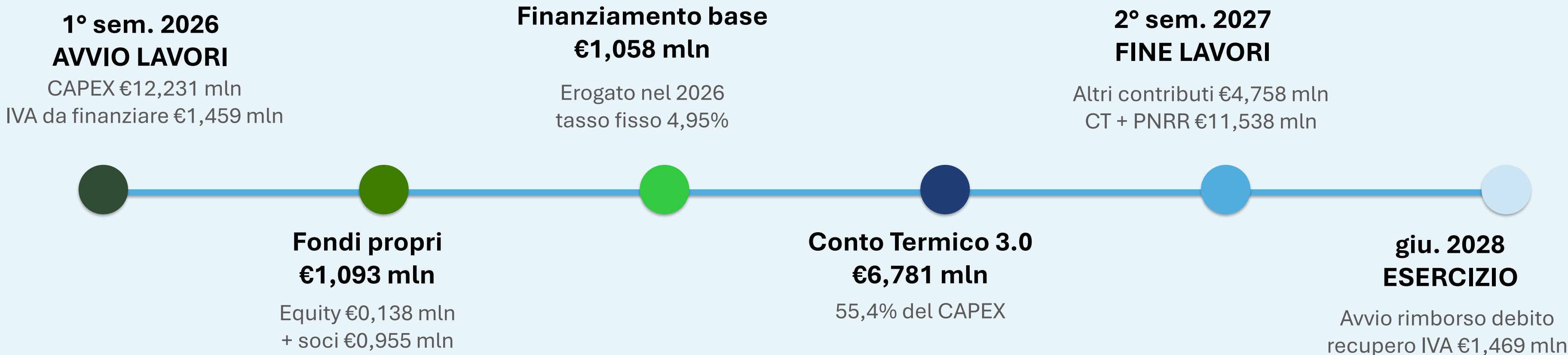
Il calendario dell'incentivo determina il picco di fabbisogno



**Il costo dell'incentivo non è solo "quanto": è anche "quando".
Il PEF deve mostrare il picco di fabbisogno e il prefinanziamento.**

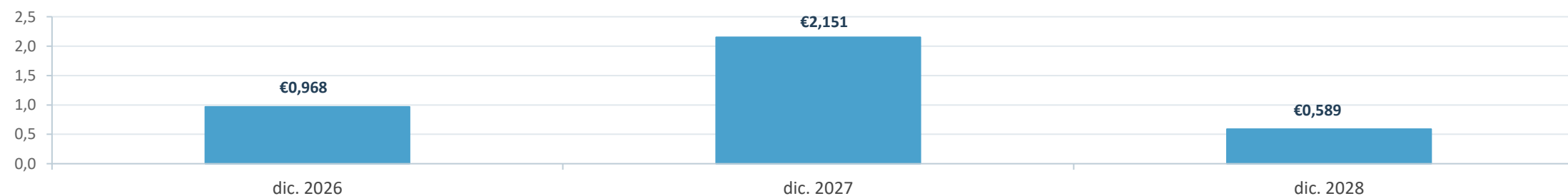
CAPEX: €12,231 mln
 IVA da finanziare: €1,459 mln
 fondi propri: €1,093 mln
 finanziamento base: €1,058 mln al 4,95%
 Conto Termico 3.0: €6,781 mln, pari al 55,4% del CAPEX
 CT + PNRR: €11,538 mln, pari al 94,3% del CAPEX
 lavori: 1° semestre 2026 – 2° semestre 2027
 avvio rimborso: giugno 2028
 recupero IVA nel 2028: €1,469 mln

Caso BG-01: il calendario dell'incentivo determina il picco di fabbisogno



STRESS SUL TIMING • CT +6 mesi ≈ €168 mila | CT +12 mesi ≈ €336 mila

Fabbisogno cumulato ante fonti (€ mln)



Calcolo: cumulato del "Flusso di cassa ante gestione finanziaria" del PEF: -0,968 (2026), -1,183 (2027), +1,562 (2028).

PICCO A FINE 2027

€2,151 mln

= €1,058 mln debito
 + €1,093 mln fondi propri

Nel 2028 il recupero IVA (+€1,469 mln) riduce il fabbisogno residuo.

Conto Termico nel PPP: i 6 rischi da allocare e modellare

AMMISSIBILITA' requisiti · spese · termini	IMPORTO formule · massimali · riduzioni	TEMPI prenotazione · erogazione · ritardi
PREFINANZIAMENTO bridge · interessi · IVA / CCN	REVOCA O RIDUZIONE decadenza · recupero · restituzione	EUROSTAT supporto pubblico · on/off-balance

1 CHI SOPPORTA IL RISCHIO?
 PA · partner · ESCo · finanziatore

2 QUALE VARIABILE DEL PEF COLPISCE?
 CAPEX · debito · CFADS · DSCR · equity

3 QUALE CLAUSOLA LO DISCIPLINA?
 contratto · matrice rischi · riequilibrio

**Il Conto Termico riduce il costo del progetto,
 ma il PEF deve mostrare cosa accade se l'incentivo
 arriva meno, arriva dopo o deve essere restituito.**

Come il progetto genera cassa nel tempo: ricavi e costi operativi

ENTRATE OPERATIVE

- Canone di disponibilità o di servizio
- Risparmi energetici garantiti o condivisi
- Ricavi accessori
- Indicizzazione contrattuale

USCITE OPERATIVE

- Energia residua
- Gestione e manutenzione ordinaria
- Manutenzione straordinaria e sostituzioni
- Penali, decurtazioni e rischi di mercato

**La gestione operativa deve essere coerente
con il meccanismo di pagamento e
con l'allocazione contrattuale dei rischi.**

Caso BG-01 – 2028: ricavi, OPEX cash, ammortamenti ed EBIT

ENTRATE OPERATIVE 2028

Canone EPC	€ 97.241
Canone manutenzione	€ 20.312

RICAVI TOTALI € 117.553

COSTI OPERATIVI CASH + D&A 2028

Manutenzione ordinaria € 14.586
programmata e correttiva · verifiche · materiali minori

Costi generali fissi € 9.724
amministrazione · assicurazioni · monitoraggio/reporting · IT/telecontrollo*

OPEX CASH TOTALI € 24.310

Ammortamenti (non cash) € 46.156
Personale, energia e penali: non valorizzati separatamente nel baseline.

Dal ricavo al risultato operativo: OPEX monetari e ammortamenti vanno tenuti distinti

RICAVI
€ 117.553

-

OPEX CASH
€ 24.310

=

MOL / EBITDA
€ 93.242

-

AMMORTAMENTI
€ 46.156

=

EBIT
€ 47.086

margin 79,3%

margin 40,1%

EBITDA = Ricavi – OPEX monetari: gli ammortamenti non devono essere sottratti nel calcolo dell'EBITDA.

Nel PEF BG-01: EBITDA €93.242 – ammortamenti €46.156 = EBIT €47.086. *Il PEF non disaggrega i €9.724: le sottovoci indicate sono una lettura gestionale esemplificativa.

La cash waterfall ordina la priorità di utilizzo della cassa

01

Ricavi e canoni

Flussi lordi

02

Costi operativi

OPEX e manutenzioni

03

Imposte e circolante

Assorbimenti di cassa

04

CFADS

Cassa disponibile per il debito

05

Servizio del debito

Interessi + rimborso capitale

06

Riserve / equity

Distribuzioni solo dopo il debito

DSCR = CFADS / servizio del debito.

L'utile economico non coincide con la disponibilità finanziaria.

Il Capitale Circolante Netto (CCN): la variabile silenziosa del PEF — il caso del credito IVA

$$\text{CCN} = \text{crediti operativi} + \text{rimanenze} - \text{debiti operativi} \pm \text{crediti/debiti tributari}$$

Tempi di incasso

Se gg crediti > gg debiti, il CCN assorbe cassa anche con conto economico in equilibrio.

Credito IVA

CAPEX €4,20 mln + IVA 22% = €0,924 mln di credito IVA in costruzione.

Costo finanziario

9 mesi al 5% ≈ €35 mila di oneri ponte, oltre a commissioni e tempi di recupero.

Controlli nel PEF

Variazione CCN esplicita · gg crediti e debiti · eventuale linea IVA dedicata.

Split payment: riduce l'IVA "a valle" verso la PA, ma non elimina il credito IVA "a monte" generato in costruzione.

Il Capitale Circolante Netto (CCN): il caso BG-01 — il credito IVA assorbe cassa

Assorbimento 2026–2027

2026 Δ Erario/IVA –€656.476

2027 Δ Erario/IVA –€802.359

Picco cumulato: –€1.458.835

Recupero 2028–2029

2028 recupero +€1.469.092

2029 rettifica –€10.257

Somma nominale 2026–29: €0

Attualizzazione dei flussi IVA

Al WACC di progetto 5,174%:

VAN dei soli flussi IVA $\approx$ –€100 mila

(orizzonte 2026–2029, base 2026)

Effetto sul fabbisogno

Credito IVA massimo €1,459 mln

= 67,8% delle fonti private (€2,151 mln).

Va finanziato anche se poi viene recuperato.

**Caso BG-01: nominalmente l'IVA si recupera integralmente;
finanziariamente il timing genera fabbisogno e un costo nel tempo.**

Struttura finanziaria: come il progetto è capitalizzato e come i flussi vengono assorbiti

Debito / equity

Mix coerente con rischio
e capacità di cassa

Tasso

Base rate + spread + commissioni

Durata

Coerente con vita del progetto
e profilo ricavi

Ammortamento

Rate o altri profili (anticipati)

Riserve / covenant

DSRA, vincoli e soglie del term sheet

Interazione con CT

Importo e timing influenzano
debito ed equity

**Non esistono percentuali standard valide per tutti i PPP:
la struttura va calibrata sul progetto e sul rendimento richiesto dall'equity.**

Caso BG-01 — PPP : fotografia economico-finanziaria

INVESTIMENTO E CALENDARIO

CAPEX netto IVA €12,231 mln
IVA investimento €1,459 mln
Lavori 2026–2027 · gestione dal 2028

INCENTIVI PUBBLICI

PNRR €4,758 mln
Conto Termico €6,781 mln (55,4% CAPEX)
PNRR + CT €11,538 mln (94,3% CAPEX)

FONTI PRIVATE E FABBISOGNO

Fondi propri €1,093 mln
Debito base €1,058 mln @ 4,95%
Picco fabbisogno ante fonti €2,151 mln

GESTIONE ANNUA — 2028

Ricavi €117,6 mila · OPEX cash €24,3 mila
EBITDA €93,2 mila (79,3%)
D&A €46,2 mila → EBIT €47,1 mila

BANCABILITÀ E RENDIMENTO

DSCR min 1,10x · LLCR min 1,53x
WACC 5,174% · Project IRR 6,994%
VAN progetto @ WACC €134 mila

RISCHIO CONTO TERMICO

CT -15% → buco fonte €1,017 mln
Ritardo +6 / +12 mesi → ≈ €168 / €336 mila
CT non riconosciuto → buco €6,781 mln

**Lettura chiave: il Conto Termico copre oltre metà del CAPEX;
importo e timing dell'incentivo incidono direttamente su fabbisogno, debito e tenuta del PEF.**

Come il contratto traduce i rischi in flussi finanziari

Ritardo lavori

Ricavi posticipati · penali · interessi ↑

Performance energetica

Risparmi / corrispettivo ↓

Extra-costi

CAPEX e debito ↑

Ritardo CT

Bridge più lungo

Indisponibilità

Decurtazione del canone

Revoca CT

Nuove fonti o riequilibrio
se contrattualmente previsto

Per ogni rischio:

clausola contrattuale → variabile del PEF → flusso modificato → indicatore risultante.

La MATRICE DEI RISCHI in è elemento essenziale della analisi del PEF

Esempio BG-01 — Conto economico, Stato patrimoniale e Cash flow (2026–2035)

Voce	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
CONTO ECONOMICO										
Ricavi	–	–	118	120	122	125	127	130	132	135
Costi operativi	–	–	(24)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)	(27)	(28)
EBITDA / MOL	–	–	93	95	97	99	101	103	105	107
Ammortamenti	–	–	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)	(46)
EBIT	–	–	47	49	51	53	55	57	59	61
Oneri finanziari netti	(39)	(52)	(31)	(15)	(12)	(10)	(8)	(6)	(4)	(2)
Risultato netto	(39)	(52)	14	32	36	31	33	36	39	42
STATO PATRIMONIALE										
Immobilizzazioni nette	312	692	646	600	554	508	462	415	369	323
Credito IVA	656	1.459	(10)	–	–	–	–	–	–	–
Cassa e banche	597	(92)	89	15	13	20	16	23	28	36
Totale attivo	1.565	2.060	725	615	567	527	478	438	397	360
Totale mezzi propri	30	47	61	93	129	160	193	229	269	311
Finanziamento soci infrutt.	477	955	314	248	208	170	134	99	61	23
Finanziamento base	1.058	1.058	348	275	230	188	149	109	67	25
CASH FLOW										
Flusso cassa reddituale	–	–	93	91	95	97	80	88	90	91
Var. conto Erario / IVA	(656)	(802)	1.469	(10)	–	–	–	–	–	–
(Aum.) / dim. immobilizzazioni	(312)	(381)	–	–	–	–	–	–	–	–
Flusso ante finanza	(968)	(1.183)	1.562	81	95	97	80	88	90	91
Oneri finanziari / interessi	(39)	(52)	(31)	(15)	(12)	(10)	(8)	(6)	(4)	(2)
Debt draw / (repay) base	1.058	–	(710)	(74)	(45)	(42)	(39)	(39)	(42)	(42)
Flusso di cassa netto	597	(689)	181	(74)	(2)	7	(3)	6	5	8

Lettura didattica: 2026–2027 = fase lavori, accumulo credito IVA e forte assorbimento di cassa; dal 2028 partono i ricavi, il debito si riduce progressivamente e la cassa torna positiva.

Robustezza del PEF:

Checklist di cosa non deve mancare prima dell'approvazione

- ✓ Input coerenti tra PFTE, contratto e incentivi
- ✓ DSCR e LLCR calcolati anno per anno
- ✓ Fabbisogno finanziario completamente coperto
- ✓ Stress test su scenari rilevanti
- ✓ Conto Termico con importo, tempi e rischi
- ✓ Assunzioni e fonti documentate
- ✓ CCN e credito IVA esplicitati
- ✓ Coerenza PEF ↔ contratto ↔ matrice rischi
- ✓ Ricavi e OPEX realistici e tracciabili
- ✓ File Excel editabile, formule visibili e riconciliabili

Robustezza = tracciabilità delle assunzioni + liquidità + tenuta negli scenari avversi.

Stress test illustrativo: il caso base non basta

Base

Baseline del modello

CT +12 mesi ritardo

Bridge e interessi ↑

CT -15% importo

Fabbisogno strutturale ↑

CAPEX +10%

Fonti e oneri finanziari ↑

Decurtazioni KPI

Ricavi ↓

Downside combinato

Liquidità e covenant sotto stress

**Gli effetti su DSCR, picco di debito ed equity
devono essere calcolati dal modello Excel,
non stimati mediante variazioni standard.**

Stress test illustrativo: il caso base non basta

Base

CAPEX €12,231 mln · CT €6,781 mln

Debito €1,058 mln · DSCR 1,10x · LLCR 1,53x

CT +12 mesi ritardo

Bridge fino a €6,781 mln

Interessi ≈ €336 mila al 4,95%

CT -15% importo

CT €5,764 mln · perdita €1,017 mln

Nuova fonte ≈ 96% del debito base

CAPEX +10%

CAPEX €13,454 mln · extra €1,345 mln IVA incl

Nuove fonti ≈ 116% del debito base

Decurtazioni KPI

Ricavi €117,6k → €105,8k

EBITDA €93,2k → €81,5k · DSCR proxy ≈ 0,96x

Downside combinato

Gap strutturale ≈ €2,240 mln

+ bridge ≈ €336k · EBITDA ≈ €81,5k

DSCR proxy ≈ 0,96x

BG-01: CT = 55,4% del CAPEX.

Gli shock su importo e timing modificano direttamente fabbisogno e bancabilità.

*Stress KPI didattico: -10% sui ricavi; DSCR proxy, da ricalcolare integralmente nel PEF.

Scenario: sensibilità del PEF al ritardo del Conto Termico

FORMULA DI LETTURA

**Costo bridge $\approx$
incentivo ritardato
 $\times$ tasso bridge
 $\times$ durata del ritardo
 $+$ commissioni**

**incentivo ritardato = 1.500.000 €
 $\times$ tasso bridge = 5%
 $\times$ durata del ritardo = 3 mesi
= 18.750€**

Picco di debito

Aumenta per importo
e durata del prefinanziamento.

Oneri finanziari

Interessi e commissioni crescono
anche senza variazioni del CAPEX.

DSCR / equity

L'effetto deve uscire dal modello Excel,
non da variazioni standard.

**Stress test minimo: CT +6 mesi / +12 mesi.
Verificare l'allocazione contrattuale del rischio
e l'eventuale meccanismo di riequilibrio.**

Gli indicatori misurano dimensioni diverse della sostenibilità e bancabilità

VAN progetto

Valore economico creato dall'investimento

VAN equity

Valore residuo per gli azionisti

TIR progetto

Rendimento intrinseco del progetto

TIR equity

Rendimento del capitale proprio

DSCR

CFADS / servizio del debito

LLCR

Loan Life Coverage Ratio
VAN dei CFADS / debito residuo

**Il DSCR minimo è più significativo della media.
Le soglie vanno confrontate con covenant
e term sheet dello specifico finanziamento.**

WACC: il benchmark del rendimento richiesto al progetto

WACC — costo medio ponderato del capitale

Benchmark del rendimento richiesto al progetto

$$WACC = [E/(D+E)] \cdot K_e + [D/(D+E)] \cdot K_d \cdot (1-T)$$

E = equity · D = debito · K_e = costo equity · K_d = costo debito · T = aliquota fiscale

Dove usare il WACC — e quale benchmark usare altrove

PEF privato / progetto → WACC per attualizzare i flussi unlevered e confrontare il TIR di progetto.

Equity → benchmark K_e , non WACC.

Debito → DSCR e LLCR + condizioni del finanziamento.

Confronto TIR di progetto vs WACC

TIR progetto < WACC → il progetto non remunera il capitale impiegato

TIR progetto ≈ WACC → rendimento coerente con il costo/opportunità del capitale

TIR progetto > WACC → creazione di valore; lo spread va valutato anche per la congruità della remunerazione

Per la PA: un TIR molto > WACC può richiedere una verifica di congruità di canone, contributi e remunerazione rispetto ai rischi effettivamente trasferiti.

Value for Money / PSC della PA: attenzione al tasso di sconto

Non assumere automaticamente il WACC privato come tasso di sconto pubblico.

Nel VfM / PSC la scelta del tasso di attualizzazione è una questione metodologica specifica, coerente con la prospettiva della PA.

Il WACC resta un benchmark utile per il progetto, non una scorciatoia per il confronto pubblico.

TIR progetto vs WACC → equilibrio economico
DSCR e LLCR → sostenibilità del debito

TIR equity vs K_e → remunerazione dell'azionista
Affordability e VfM → sostenibilità e convenienza per la PA

Le cinque verifiche prima di approvare un PEF

1

Coerenza dei dati

Ogni voce è
rintracciabile nel
PFTE,
nel contratto
o nelle regole
dell'incentivo.

2

Copertura finanziaria

Impieghi e fonti
quadrano
per importo e per
data;
CCN e CT sono
espliciti.

3

Capacità di rimborso

DSCR e LLCR
coerenti con
covenant e
profilo di debito;
nessun buco di
cassa.

4

Scenari avversi

Ritardi, riduzioni
CT, CAPEX,
tassi e
decurtazioni
sono simulati
nel modello.

5

Coerenza contrattuale

PEF, matrice
rischi,
affordability e
riequilibrio
raccontano
la stessa
operazione.

**La checklist non sostituisce l'analisi:
serve a rendere verificabile la decisione.**

Quattro valutazioni diverse, tutte da confermare

PEF / bancabilità

Il progetto genera flussi sufficienti e il debito è rimborsabile ?

Affordability pubblica

L'ente può sostenere canoni, contributi e rischi pluriennali ?

Value for Money

Il PPP è più conveniente dell'alternativa tradizionale ?

Trattamento statistico

$\leq 49\%$ supporto pubblico / CAPEX costruzione
→ on-balance automatico;

Il controllo post-esecuzione: il PPP non finisce con l'aggiudicazione

MISURARE KPI

Output e performance

APPLICARE

Decurtazioni e penali

MONITORAGGIO PPP

AGGIORNARE

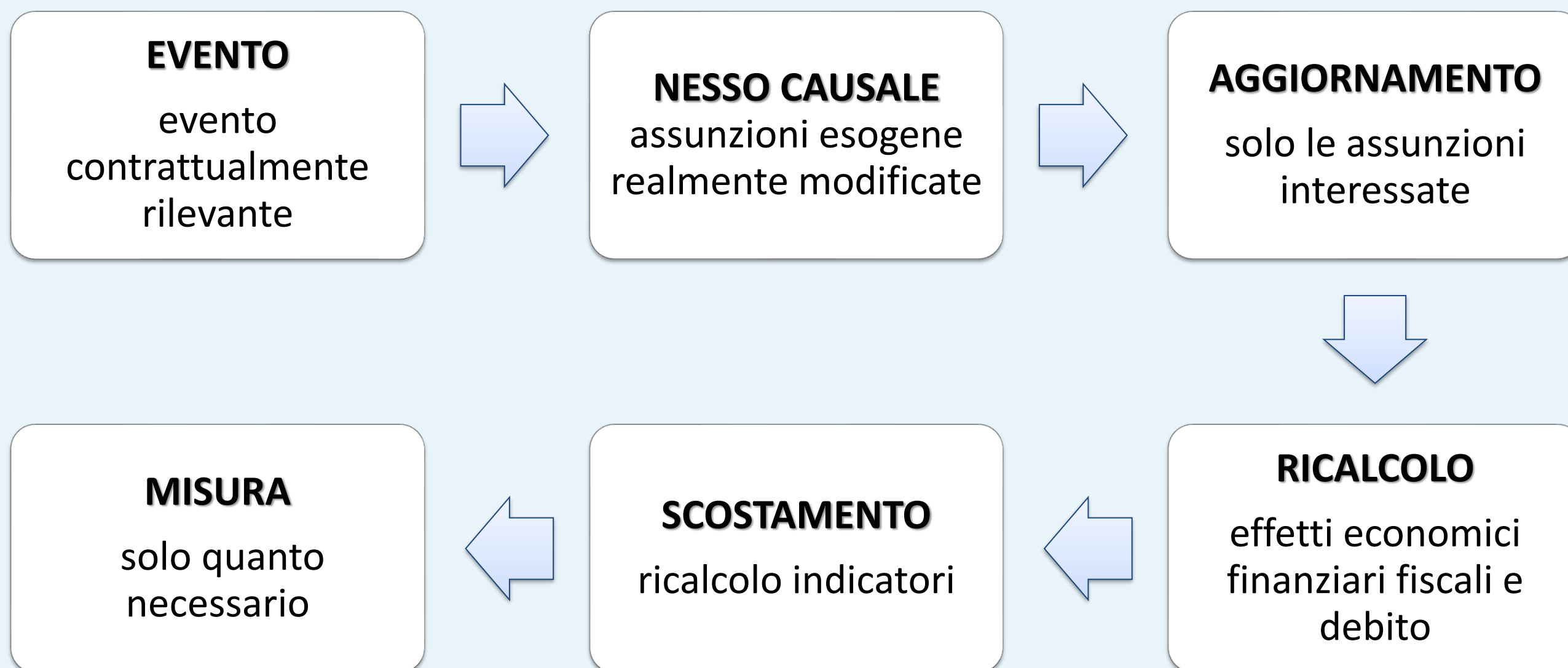
Matrice dei rischi

CONFRONTARE

PEF baseline vs consuntivo

**Il rischio trasferito deve essere
reale, monitorabile e collegato al meccanismo di pagamento
— non solo scritto nel contratto.**

Il riequilibrio non riscrive il PEF: ripristina l'equilibrio originario



**I rischi già allocati all'operatore restano a suo carico:
il riequilibrio non garantisce ex post la redditività.**

Sintesi della costruzione del PEF: i sei pilastri

1

Input

PFTE · contratto · Conto Termico

2

Impieghi e fonti

CAPEX · IVA/CCN · coperture

3

Gestione

Ricavi · OPEX · manutenzioni

4

Finanza

Debito · equity · riserve

5

Prospetti

CE · SP · flussi di cassa

6

Verifiche

VAN/TIR · DSCR/LLCR · stress test

Se uno di questi sei pilastri è debole, il PEF è debole.

Raccomandazioni operative

PER ENTI PUBBLICI

- Richiedere stress test su scenari rilevanti
- Acquisire il PEF in Excel editabile con formule visibili
- Verificare coerenza PEF–contratto–matrice rischi
- Disciplinare chiaramente Conto Termico e riequilibrio

PER OPERATORI PRIVATI

- Non costruire indicatori appena sopra i covenant
- Modellare il Conto Termico come fonte condizionata
- Esplicitare CCN e credito IVA
- Prevedere margini coerenti con il profilo di rischio

**Progettista + legale + fiscalista + advisor finanziario:
un errore in una componente si ripercuote su tutto il PEF.**

Come capire la qualità del PEF

Trasparente

Ipotesi e fonti leggibili

Robusto

Regge gli scenari avversi

Integrato

Tecnico · contratto ·
finanza allineati

Preventivo

Anticipa le domande critiche

Dinamico

Accompagna monitoraggio
e riequilibrio

Comunicabile

Rende visibili presupposti,
rischi e responsabilità

**Un buon PEF è uno strumento di comunicazione
tra ente, operatore, finanziatori e revisori.**

Fonti e riferimenti

NORMATIVA E LINEE GUIDA

- D.Lgs. 36/2023 — Libro IV, artt. 174–208
- D.Lgs. 209/2024 — decreto correttivo
- Linee Guida ANAC n. 9 — monitoraggio dei PPP
- D.M. MASE 7 agosto 2025 — Conto Termico 3.0
- DPR 633/1972, art. 17-ter — split payment
- D.Lgs. 241/1997 — compensazione dei crediti tributari

DOCUMENTI TECNICI

- MEF–RGS, Value for Money nelle scelte della PA (2026)
- EPEC–Eurostat, Guide to Statistical Treatment of PPPs (2016), Theme 14.4
- Eurostat, Manual on Government Deficit and Debt 2022, cap. VI.4
- Guida RGS su capitolato prestazionale e trattamento Eurostat
- Regole applicative e documentazione GSE — Conto Termico 3.0

GIURISPRUDENZA ESSENZIALE

Cons. Stato nn. 2214/2018, 6144/2011, 4636/2020
·Corte dei conti Lombardia n. 359/2019 ·
TAR Piemonte n. 1518/2024

PEF solido, rischi visibili

IPOTESI COERENTI · FLUSSI TEMPORIZZATI · DEBITO SOSTENIBILE
SCENARI AVVERSI · IMPEGNI PUBBLICI COMPATIBILI

Grazie per l'attenzione

