

# Università della Calabria

Facoltà di Economia

---

**Dottorato di Ricerca in  
Economia e Gestione delle Amministrazioni Pubbliche  
Ciclo XVIII**

Settore disciplinare SECS-P/07

TESI DI DOTTORATO

**IL SISTEMA DI FINANZIAMENTO DEGLI ENTI TERRITORIALI:  
STRUMENTI E TECNICHE DI GESTIONE INNOVATIVI  
UNA VERIFICA EMPIRICA**

**Supervisore**

Chiar.mo Prof. Antonio Ricciardi

**Candidata**

Silvia Tommaso

**Coordinatore**

Chiar.mo Prof. Giuseppe Fabbrini

---

ANNO ACCADEMICO 2005/2006



## Indice

	<i>Pag.</i>
Introduzione	6
 <b>Capitolo Primo</b> <b>IL SISTEMA DI FINANZIAMENTO DEGLI</b> <b>ENTI TERRITORIALI</b>	
Premessa	11
1.1 Il sistema di finanziamento degli enti territoriali	12
1.2 Responsabilità di spesa ed autonomia finanziaria degli enti territoriali	14
1.3 L'evoluzione della finanza locale in Italia	20
1.4 L'introduzione del patto di stabilità interno	32
1.5 La finanza locale nei principali Paesi europei	37
 <b>Capitolo Secondo</b> <b>LE FONTI DI FINANZIAMENTO TRADIZIONALI PER GLI</b> <b>INVESTIMENTI DEGLI ENTI TERRITORIALI</b>	
Premessa	44
2.1 La programmazione degli investimenti	45

2.2	Il ricorso all'indebitamento per il finanziamento degli investimenti degli enti territoriali: il quadro normativo	47
2.3	Le fonti di finanziamento tradizionali	54
	2.3.1 <i>I mutui</i>	54
	2.3.2 <i>I prestiti obbligazionari</i>	60
2.4	Il rating degli enti territoriali	68
2.5	Gli effetti di Basilea 2 sulla valutazione del merito di credito degli enti territoriali	76

### Capitolo Terzo

#### **GLI STRUMENTI DI FINANZA INNOVATIVA PER IL FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI DEGLI ENTI TERRITORIALI**

	Premessa	83
3.1	Il project financing	84
	3.1.1 <i>Le fasi di un'operazione di project financing</i>	91
	3.2.2 <i>I vantaggi e le criticità del project financing</i>	98
3.2	Il leasing	101
3.3	La cartolarizzazione dei crediti e degli immobili	104
3.4	I fondi comuni di investimento immobiliare	114

### Capitolo Quarto

#### **TECNICHE INNOVATIVE PER LA GESTIONE ATTIVA DEL DEBITO E DELLA LIQUIDITÀ DEGLI ENTI TERRITORIALI**

	Premessa	120
--	----------	-----

4.1	L'attività di gestione attiva del debito	121
4.2	L'estinzione anticipata del debito	125
4.3	La rinegoziazione del debito	127
4.4	I contratti derivati	129
4.5	La gestione attiva della liquidità	146

## Capitolo Quinto

### **IL RICORSO AGLI STRUMENTI DI FINANZA INNOVATIVA DA PARTE DEGLI ENTI TERRITORIALI. UNA VERIFICA EMPIRICA**

	Premessa	152
5.1	Le emissioni di obbligazioni	153
5.2	Il rating degli enti territoriali	169
5.3	Gli effetti di Basilea 2 sui finanziamenti concessi agli enti territoriali	176
5.4	Il project financing	178
5.5	Il ricorso agli strumenti derivati	188
	Conclusioni	192
	Bibliografia	195

## **Introduzione**

Scegliere lo strumento finanziario più adeguato al finanziamento degli investimenti è oramai divenuto un percorso obbligato per gli amministratori locali. La presenza dei vincoli all'indebitamento da un lato, la maggiore flessibilità dei prodotti finanziari dall'altro, richiedono all'ente una funzione finanziaria sempre più sofisticata. Se fino alla metà degli anni '90 per funzione finanziaria si intendeva il ricorso ai mutui a lungo termine offerti dalla Cassa Depositi e Prestiti, oggi gli enti territoriali devono avere le competenze per occuparsi di emissione di obbligazioni, operazioni di cartolarizzazione, gestione del debito, realizzazione di opere in project financing, ecc.

Obiettivo della tesi è analizzare le modalità di finanziamento degli investimenti (ricorso all'indebitamento e altre modalità di finanziamento) e l'effettivo utilizzo di tali strumenti da parte degli enti territoriali (Comuni, Province e Regioni).

Il lavoro di tesi si articola in 5 capitoli.

Nel primo capitolo si analizza, in primo luogo, il sistema di finanziamento degli enti territoriali distinguendo tra entrate ordinarie e entrate straordinarie. Tra queste ultime si collocano le entrate derivanti dallo smobilizzo del patrimonio e dall'accensione di prestiti. Costituiscono entrate ordinarie i tributi, i prezzi di cessione dei servizi, i trasferimenti dallo stato o da altri enti, i redditi derivanti dalla gestione patrimoniale.

Si esaminano, quindi, le caratteristiche del governo locale in Italia, con particolare attenzione all'autonomia finanziaria degli enti pubblici territoriali prevista costituzionalmente.

Si delinea l'evoluzione della finanza locale dagli anni Settanta ad oggi. In generale, gli anni Settanta si caratterizzano, da un lato, per l'avvio dell'esperienza regionale, dall'altro, per la centralizzazione prodotta dalla riforma tributaria del 1971. Durante gli anni Ottanta

continua a permanere il sistema di finanza derivata introdotto negli anni Settanta e sono poche le novità sostanziali introdotte in tema di finanza locale nel decennio.

Gli anni Novanta rappresentano un punto di svolta nella vita economica dell'Italia: la scelta di sottoscrivere il Trattato di Maastricht e la conseguente adesione ai vincoli di finanza pubblica in esso contenuti hanno imposto un risanamento della finanza pubblica.

Il processo di riaggiustamento dei conti pubblici è stato possibile anche grazie ai notevoli cambiamenti intervenuti nelle relazioni tra i diversi livelli di governo, in particolare tra governo centrale ed enti territoriali. Alle Regioni e agli Enti locali sono state attribuite nuove competenze e responsabilità nonché le risorse necessarie per svolgere i nuovi compiti.

Sul fronte delle risorse, l'innovazione più significativa ha riguardato il passaggio da un sistema di finanza derivata a un sistema di finanza decentrata, in cui Regioni e Enti locali sono stati dotati di crescente autonomia finanziaria e responsabilità di entrata.

Particolarmente interessanti appaiono le novità introdotte in tema di fonti di finanziamento degli enti territoriali negli anni Novanta. Ci si riferisce alla possibilità prevista per gli enti territoriali di ricorrere ai prestiti obbligazionari, al project financing, alla cartolarizzazione dei crediti e degli immobili, al leasing.

Infine, sono esaminati i sistemi di finanziamento dei governi locali nei principali paesi europei concentrando l'attenzione sulle modalità e sui limiti del ricorso al prestito.

Il secondo capitolo è dedicato all'analisi delle più tradizionali fonti di finanziamento per gli investimenti.

Tra le fonti di finanziamento degli enti locali si analizzano le entrate correnti destinate per legge agli investimenti, l'avanzo di gestione, le entrate da trasferimenti, l'avanzo di amministrazione.

Oggetto di particolare approfondimento sono i mutui e i prestiti obbligazionari. Per quanto riguarda i mutui si delineano il quadro normativo e le caratteristiche. Si evidenzia la facoltà prevista per le amministrazioni pubbliche di rivolgersi a tutto il sistema bancario e non più soltanto alla Cassa Depositi e Prestiti. Sotto questo aspetto, si rileva che complessivamente gli enti territoriali hanno contratto mutui in pari misura con la Cassa Depositi e Prestiti e con il sistema bancario. Tuttavia, ad un'analisi per comparti la situazione si presenta assai differenziata. In particolare, nel caso delle regioni i mutui con la Cassa Depositi e Prestiti rappresentano circa il 9% del totale mentre per i comuni di minori dimensioni essi rappresentano l'87,6% e per le province il 72,8%. In mezzo si

collocano i comuni capoluogo che ricorrono alla Cassa DD.PP. per il 38,6% dei loro mutui.

Per quanto riguarda i prestiti obbligazionari, si analizzano la normativa di riferimento, le caratteristiche tecniche, le modalità di collocamento, le modalità di sottoscrizione, le modalità di gestione, il rimborso. Inoltre, si approfondiscono le modalità di assegnazione del rating agli enti territoriali.

Infine, si analizzano i possibili effetti di Basilea 2 sul costo del credito per gli enti territoriali.

Il terzo capitolo si concentra sulle forme di finanziamento alternative: project financing, leasing, cartolarizzazione di crediti e immobili, fondi comuni di investimento immobiliare.

Il ridimensionamento del ruolo della finanza derivata, da un lato, e la necessità di ridurre il debito, dall'altra, richiedono il reperimento di risorse alternative.

In questo ambito si colloca, ad esempio, il partenariato pubblico-privato. Il termine Partenariato Pubblico-Privato include una serie di strutture e concetti che comportano la divisione di rischi e responsabilità tra il settore pubblico e quello privato. L'autorità pubblica affida all'operatore privato, sulla base di uno specifico contratto, l'attuazione di un progetto che spesso implica una complessa costruzione e gestione. Il project financing è una tecnica che ha lo scopo di rendere possibile il finanziamento di un progetto sulla base della sua valenza tecnico-economica (in termini di cash flows attesi), piuttosto che sulla capacità di indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa. Del project financing si analizzano le caratteristiche, la normativa, le fasi dell'operazione, i vantaggi e i rischi.

Per quanto riguarda il leasing, si analizzano le tecniche operative ed i vantaggi rispetto al ricorso al prestito.

Attraverso la cartolarizzazione, le amministrazioni pubbliche possono cedere attività immobilizzate (crediti e immobili) ad una società veicolo che provvede a trasformarle in titoli negoziabili generandosi così liquidità per l'ente. Anche per le cartolarizzazioni si esamina il quadro normativo e la procedura di realizzazione di un'operazione.

Una delle fonti di finanziamento delle amministrazioni pubbliche è rappresentata dallo smobilizzo del patrimonio. Attraverso i fondi comuni di investimento immobiliare con apporto pubblico, le amministrazioni pubbliche possono realizzare una dismissione intermediata degli immobili. L'operazione consiste nell'apporto al fondo degli immobili

da parte dell'ente che riceve in cambio quote del fondo. Successivamente, la società di gestione del fondo colloca le quote dell'amministrazione pubblica presso investitori professionali o privati e trasferisce le risorse finanziarie all'ente pubblico.

Il quarto capitolo si concentra sugli strumenti di gestione del debito e della liquidità.

Per quanto riguarda i primi si considerano la rinegoziazione e l'estinzione anticipata dei mutui, gli strumenti derivati.

In campo privato, i contratti derivati vengono stipulati con due finalità principali: per effettuare operazioni speculative o per coprirsi da qualche forma di rischio finanziario. Nel caso delle amministrazioni pubbliche il primo dei due aspetti non può essere presente, ma i contratti derivati possono essere utilizzati esclusivamente per coprirsi dal rischio finanziario legato alla possibilità che si verifichino degli scostamenti tra il risultato atteso e quello effettivo a seguito dei cambiamenti di alcune variabili finanziarie come tassi di interesse e rapporti di cambio. Inoltre, a norma dell'art. 41 della legge 28 dicembre 2001, n.448, gli enti territoriali possono emettere obbligazioni e contrarre mutui con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento o previa costituzione di uno swap.

Alcuni strumenti di finanziamento possono produrre nell'immediato elevati flussi di cassa. Le risorse liquide ottenute da operazioni di emissioni obbligazionarie, di cartolarizzazione o di conferimento di immobili in fondi immobiliari permangono presso il tesoriere dell'ente fino al loro investimento. Il lasso temporale tra il momento in cui si ottengono le risorse ed il momento in cui si effettuano i pagamenti per la realizzazione degli investimenti determina una giacenza di cassa che, se adeguatamente reinvestita, può produrre un consistente reperimento di risorse.

A differenza di quanto accade nei paesi europei e, in generale, a livello internazionale l'attività di gestione della liquidità non può riguardare tutte le somme in giacenza presso il tesoriere, ma solo quelle che sono escluse dal servizio di tesoreria unica così come disciplinato dalla legge n. 720 del 1984 e dal Tuel.

Nel gestire le risorse svincolate dalla tesoreria unica, gli enti pubblici devono tuttavia tener presente la loro valenza pubblica e, pertanto, avere ben chiaro che non è possibile rischiare il denaro dei contribuenti. Gli strumenti utilizzati per gestire la liquidità a breve, per la maggior parte di derivazione bancaria, sono rappresentati prevalentemente da: pronti contro termine; acquisto di BOT; gestione patrimoniale.

Infine, l'ultimo capitolo è dedicato ad una verifica empirica circa il ricorso da parte degli enti territoriali ai vari strumenti analizzati.

## CAPITOLO PRIMO

### IL SISTEMA DI FINANZIAMENTO DEGLI ENTI TERRITORIALI

#### Premessa

Dagli anni Novanta, è radicalmente mutato il rapporto fra amministrazioni centrali e periferiche. Alle Regioni e agli Enti locali sono state attribuite nuove competenze e responsabilità nonché le risorse necessarie per svolgere i nuovi compiti.

Sul fronte delle risorse, l'innovazione più significativa ha riguardato il passaggio da un sistema di finanza derivata a un sistema di finanza decentrata, in cui Regioni e Enti locali sono stati dotati di crescente autonomia finanziaria e responsabilità di entrata. Il ruolo dei trasferimenti nel finanziamento delle autonomie locali risulta in progressiva contrazione; la finanza degli Enti territoriali risulta, infatti, sempre più legata alle entrate tributarie ed extratributarie e sempre meno ai trasferimenti erariali. Tuttavia, il crescente peso delle entrate proprie di Regioni, Province e Comuni si è concretizzato solo in parte in una accresciuta autonomia "reale" e gli spazi di manovrabilità e discrezionalità nelle scelte impositive sono ancora modesti.<sup>1</sup>

Alle dinamiche di un federalismo che è ancora nelle fasi iniziali di attuazione è da imputare la crescita del debito delle amministrazioni locali. In un contesto in cui l'autonomia fiscale risulta essere ancora limitata, il ricorso all'indebitamento, infatti, non può che diventare sempre più rilevante.

---

<sup>1</sup> Buona parte delle risorse proprie delle amministrazioni regionali continua, infatti, a essere gestito e successivamente erogato alle Regioni dall'amministrazione centrale. Il reale potere fiscale degli Enti risulta contenuto: le stime effettuate da Banca Intesa indicano che gli Enti territoriali italiani nel periodo 2002-2003 avrebbero potuto intervenire, modificando il gettito, su meno di un quarto delle entrate tributarie complessive, mentre sulle restanti entrate tributarie gli spazi di discrezionalità risultavano sostanzialmente nulli.

Cfr. Banca Intesa (2004), "Le risorse per il federalismo: autonomia finanziaria e mercato dei capitali", *Finanza Locale Monitor*, novembre.

Fatte queste premesse, il capitolo delinea il sistema di finanziamento degli enti territoriali ed esamina l'evoluzione della finanza locale dagli anni Settanta ad oggi.

Particolarmente interessanti appaiono le novità introdotte in tema di fonti di finanziamento degli enti territoriali negli anni Novanta. Ci si riferisce alla possibilità prevista per gli enti territoriali di ricorrere ai prestiti obbligazionari, al project financing, alla cartolarizzazione dei crediti e degli immobili, al leasing.

Infine, sono esaminati i sistemi di finanziamento dei governi locali nei maggiori paesi europei concentrando l'attenzione sulle modalità e sui limiti del ricorso al prestito.

## **1.1 Il sistema di finanziamento degli enti territoriali**

Gli enti territoriali<sup>2</sup> previsti dalla Costituzione sono, oltre allo Stato, la regione, la provincia e il comune. Questi enti territoriali affiancano lo Stato nello svolgimento delle funzioni pubbliche.

Per svolgere le funzioni loro demandate, le amministrazioni locali acquisiscono entrate da utilizzare per il finanziamento delle spese correnti e delle spese per investimenti.

A seconda della natura delle operazioni da cui sono originati i flussi di entrata, è possibile individuare una gestione ordinaria ed una gestione straordinaria.<sup>3</sup> In particolare, la gestione ordinaria può essere distinta in gestione caratteristica (originata da tributi, prezzi per i servizi prodotti ed erogati, trasferimenti da altri enti pubblici) e gestione patrimoniale (originata dai proventi del patrimonio). La gestione straordinaria, invece,

---

<sup>2</sup> Gli enti pubblici possono essere distinti in enti territoriali e enti non territoriali in base all'elemento essenziale costituito dal territorio. Nel caso degli enti territoriali, il territorio costituisce elemento essenziale affinché l'ente esista come tale. Al contrario, per gli enti non territoriali, l'elemento territoriale non è discriminante ed essi operano solo limitatamente a determinati aspetti.

Altre classificazioni fanno riferimento:

alla relazione di vigilanza esercitata dallo Stato: la distinzione è tra enti in posizione di rilevanza e enti strumentali;

alla circostanza che svolgano o meno attività imprenditoriale: la distinzione, in questo caso, è tra enti pubblici economici e enti pubblici non economici.

Per ulteriori approfondimenti si veda Virga P. (1999), *Diritto Amministrativo. I principi*, Giuffrè Editore, Milano.

<sup>3</sup> Borgonovi E. (2002), *Principi e sistemi aziendali per le amministrazioni pubbliche*, Egea, Milano, p.130.

può essere connessa allo smobilizzo e alla permuta del patrimonio oppure al ricorso al prestito per i motivi e nelle forme previste dalla legge (Fig. 1.1).

**Fig. 1.1 - Il sistema di finanziamento degli enti territoriali**

<b>Entrate ordinarie</b>	Tributi
	Prezzi di cessione dei servizi
	Trasferimenti da altri enti pubblici
	Redditi da gestione patrimoniale
<b>Entrate straordinarie</b>	Smobilizzo e permuta del patrimonio
	Prestiti

Fonte: Ns. elaborazione

### *La gestione ordinaria*

I tributi sono la fonte tipica di finanziamento degli enti pubblici e sono correlati allo svolgimento di funzioni indistinte, funzioni cioè che mirano al soddisfacimento di bisogni non esclusivi e non divisibili. Da un punto di vista economico, il tributo rappresenta il corrispettivo indiretto per l'erogazione dei servizi indistinti per la collettività.

A seconda delle modalità di prelievo, i tributi si suddividono in imposte e tasse. Le imposte sono collegate al reddito e al patrimonio e non alla prestazione dell'ente pubblico. Le tasse, per contro, sono connesse a prestazioni erogate dall'ente pubblico a favore dei cittadini.

Un'ulteriore fonte di finanziamento degli enti pubblici è rappresentata dalle tariffe o dai prezzi riscossi quale corrispettivo diretto della cessione di beni.

I trasferimenti da altri enti pubblici rappresentano fonti di finanziamento indirette e derivano dal sistema di relazioni che si stabiliscono tra stato, regioni ed enti locali. A seconda del modello di stato, il potere di imporre tributi può essere attribuito ad un livello

di governo diverso rispetto a quello cui è attribuito il potere di svolgere le funzioni e quindi di impiegare le risorse.

Gli enti territoriali possono essere proprietari di patrimoni da reddito: immobili, titoli mobiliari, quote di aziende di produzione che conseguono utili che possono avere diverse dimensioni. La gestione del patrimonio può, pertanto, dare luogo a entrate da impiegare per le spese correnti o, alternativamente, per gli investimenti.

#### *La gestione straordinaria*

Le ragioni per cui un'azienda pubblica può decidere di ricorrere allo smobilizzo di parte del suo patrimonio sono diverse. In particolare, la cessione di alcuni beni può essere finalizzata alla copertura di disavanzi oppure alla riduzione del livello di indebitamento. Inoltre, l'ente pubblico può cedere alcuni beni ed acquisirne altri modificando la composizione del patrimonio per raggiungere condizioni più utili al soddisfacimento dei bisogni della collettività<sup>4</sup>.

Per realizzare investimenti di tipo sociale (infrastrutture di varia natura: scuole, ferrovie, strade, ponti, centri di ricerca, ecc.) o di tipo produttivo, le aziende pubbliche possono anche ricorrere al prestito. In questo modo, attraverso la quota di rimborso del prestito, si realizza una distribuzione del sacrificio economico su tutte le generazioni che godono dell'utilità delle infrastrutture.

## **1.2 Responsabilità di spesa ed autonomia finanziaria degli enti territoriali**

A partire dagli anni Settanta lo Stato ha trasferito un crescente numero di competenze dal centro alla periferia. In particolare, la legge n. 281 del 1970 istituisce le regioni a

---

<sup>4</sup> Osserva Borgonovi che «nel sistema italiano le procedure amministrative e contabili riguardanti la gestione del patrimonio sono ancora fortemente influenzate dalla logica garantista e di conservazione dominante alla fine del secolo scorso, per cui esistono non pochi e non marginali difficoltà per una gestione più dinamica sul piano economico del patrimonio sia in chiave di una migliore utilizzazione a fini di soddisfacimento dei bisogni pubblici, sia ai fini di politiche di ridimensionamento del livello di indebitamento pubblico e dei suoi perversi effetti di moltiplicazione». Cfr. Borgonovi E. (2002), *Principi e sistemi aziendali per le amministrazioni pubbliche*, Egea, Milano, p.135.

statuto ordinario e sancisce il passaggio dallo stato unitario allo stato regionale.<sup>5</sup> La legge delegò il governo a disporre in ordine al passaggio delle funzioni e del personale dallo Stato alle regioni. Il DPR n. 616 del 24 luglio 1977 ha individuato i settori di competenza regionale:

- ordinamento e organizzazione amministrativa, che comprende le materie “ordinamento di enti amministrativi dipendenti dalle regioni” e “circostrizioni comunali”;
- servizi sociali, cui attengono le funzioni nelle materie “polizia locale urbana e rurale”, “beneficenza pubblica”, “assistenza sanitaria e ospedaliera”, “istruzione artigiana e professionale”, “assistenza scolastica”, “musei e biblioteche di enti locali”;
- sviluppo economico, cui attengono le funzioni nelle materie “fiere e mercati”, “turismo e industria alberghiera”, “acque minerali e termali”, “cave e torbiere”, “artigianato”, “apicoltura e foreste”;
- assetto e utilizzazione del territorio, cui attengono le funzioni nelle materie “urbanistica”, “tranvie e linee automobilistiche di interesse regionale”, “viabilità, acquedotti e lavori pubblici di interesse regionale, “navigazione e porti lacuali”, “caccia”, “pesca nelle acque interne”.

Per quanto riguarda i comuni, ad essi sono delegate le funzioni di polizia locale, di igiene e sanità, di assistenza e beneficenza, di costruzione e gestione di opere pubbliche (acquedotti, fognature, mercati, cimiteri, strade, giardini, ecc.), di gestione di servizi di utilità generale (illuminazione pubblica, nettezza urbana, ecc.).

Alle province, infine, sono demandate funzioni riguardanti:

- la viabilità provinciale;
- alcuni aspetti della tutela dell’ambiente, quali il rilevamento e la prevenzione dell’inquinamento atmosferico, la vigilanza sull’inquinamento delle acque;

---

<sup>5</sup> Lo Stato regionale è un tipo di Stato che conferisce numerosi poteri alle Regioni costituite al suo interno. In particolare, le Regioni sono dotate di garanzie previste dalla Costituzione che impediscono invasioni delle proprie competenze da parte dello Stato.

Questo tipo di Stato si oppone al modello di Stato centralistico, in cui gli enti territoriali o non sono previsti o hanno poteri poco significativi e sottoposti al controllo dello Stato centrale.

Le Regioni italiane sono venti. Cinque (Friuli Venezia Giulia, Sardegna, Sicilia, Trentino-Alto Adige e Valle d’Aosta) godono di un’autonomia speciale in ragione delle loro particolarità di carattere territoriale, linguistico o economico. Ogni Regione ha uno Statuto che, in armonia con la Costituzione, detta le norme di organizzazione della Regione. Le cinque Regioni ad autonomia speciale hanno uno Statuto speciale, che contiene, oltre alle norme sulla organizzazione della Regione, anche le maggiori condizioni di autonomia.

- la gestione di servizi pubblici di interesse provinciale e servizi comunali di interesse di più comuni.

Inoltre, altre funzioni possono essere delegate alle province dalle regioni in base all'art. 118 della Costituzione.

La delega di funzioni da parte dello Stato agli enti territoriali non è stata però adeguatamente controbilanciata dalla previsione di un sistema di finanziamento gestito a livello locale. Durante gli anni Settanta e Ottanta, cioè, ad una politica di decentramento delle funzioni e, quindi, delle spese si è associata una politica di accentramento delle entrate. Gli enti territoriali risultano largamente dipendenti dai trasferimenti erariali. Lungo tutti gli anni Ottanta e fino al 1992, le spese sono coperte mediante trasferimenti governativi per percentuali che oscillano intorno al 70% con punte che superano l'80%. Per tutti gli anni Ottanta, il grado di copertura delle spese con entrate proprie presenta valori inferiori al 20% (v. Tab. 1.1).

**Tab. 1.1 Fonti di copertura delle spese degli enti territoriali**

Anni	% di copertura delle spese con	
	Entrate proprie	Trasferimenti governativi
1980	16,1	75,3
1985	18,8	80,6
1990	23,3	67,8
1991	24,6	73,0
1992	24,6	73,1
1993	52,1	43,6
1995	58,5	42,0
2000	57,2	43,8

Fonte: Ns. adattamento da: Degni M., Emiliani N., Gastaldi F., Salvemini G., Virno C. (2001), "Il riequilibrio della finanza pubblica negli anni Novanta", *Studi e Note di Economia – Quaderno n. 7*, p. 56

Nel confronto con i principali Paesi europei, la finanza locale italiana si presenta con valori analoghi se non superiori in termini di assegnazione delle spese, ma con valore delle entrate proprie di gran lunga inferiori. Durante gli anni Ottanta la ripartizione del peso percentuale delle spese tra governo centrale e governi locali è per l'Italia

rispettivamente pari all'83% e al 27% contro l'82% e il 18% della Francia, il 71% e il 29% della Gran Bretagna, il 79% e il 21% della Spagna. Per le entrate si rileva per la Francia rispettivamente 90 e 10 per cento, per la Gran Bratagna 89 e 11 per cento, per la Spagna 88 e 12 per cento contro il 94 e 6 per cento dell'Italia (v. Tab. 1.2).

**Tab. 1.2 - Ripartizione percentuale delle spese e delle entrate tra governo centrale e locale negli anni Ottanta**

Paesi	Spese		Entrate	
	Governo centrale	Governo locale	Governo centrale	Governo locale
Francia	82%	18%	90%	10%
Gran Bretagna	71%	29%	89%	11%
Spagna	79%	21%	88%	12%
Italia	83%	27%	94%	6%

Fonte: Levin J. (1990), "Measuring the role of subnational governments", in Proud'homme R. (a cura di), *Public finance with several level of government*, Foundation Journal of Public Finance

Negli anni Novanta, diversi provvedimenti vengono emanati con l'obiettivo di aumentare le entrate proprie degli enti territoriali.<sup>6</sup> Come si può vedere dalla precedente Tab 1.1, la percentuale di copertura delle spese con entrate proprie passa dal 23,3% del 1990 al 58,5% nel 1995 e al 57,2% nel 2000. Vengono contestualmente tagliati i trasferimenti erariali, che coprono quasi il 68% delle spese nel 1990 e meno del 44% nel 2000.

Per quanto riguarda l'attribuzione di funzioni, ulteriori compiti sono conferiti agli enti territoriali con il D. Lgs. n. 112 del 31 marzo 1998.<sup>7</sup>

La riforma costituzionale del 2001 ha riscritto l'intero Titolo della Costituzione dedicato ai rapporti tra Stato, Regioni ed enti locali, conferendo competenze maggiori rispetto al passato sia alle Regioni che agli enti locali.<sup>8</sup>

<sup>6</sup> Per approfondimenti si veda il paragrafo 1.4 in questo capitolo

<sup>7</sup> In particolare, secondo il disposto della legge delega n. 59 del 15 marzo 1997, alle regioni e agli enti locali sono conferite tutte le funzioni e i compiti amministrativi relativi alla cura degli interessi e alla promozione dello sviluppo delle rispettive comunità.

La Costituzione prefigura un modello di svolgimento delle funzioni amministrative incentrato sulla preferenza per il comune. Per meglio soddisfare i bisogni dei cittadini, infatti, è preferito l'ente più circoscritto territorialmente e dunque in grado di rispondere meglio alle reali esigenze della società.<sup>9</sup>

Per far fronte alle accresciute competenze attribuite loro, la Costituzione all'art. 119 comma 1 riconosce agli enti pubblici territoriali una *autonomia finanziaria*. Nei successivi commi specifica e sostanzia tale autonomia.

Il comma 3 prevede che gli enti territoriali “stabiliscono ed applicano tributi propri” e “dispongono di compartecipazioni al gettito dei tributi erariali”, mentre i territori con minore capacità fiscale per abitante sono destinatari anche delle erogazioni a carico del fondo perequativo. Riguardo ai tributi propri, le novità del nuovo Titolo V sono notevoli. Il vecchio testo dell'art. 119, infatti, disponeva che:

*“alle Regioni sono attribuiti tributi propri (...) in relazione ai bisogni delle Regioni per le spese necessarie ad adempiere alle loro funzioni normali”.*

La legislazione statale di coordinamento, a partire dalla l. n. 281/1970 e fino all'inizio degli anni '90, aveva nei fatti sacrificato gravemente l'autonomia di entrata delle Regioni, riconoscendo ad esse il solo potere di fissazione delle aliquote e dei tributi istituiti dalla stessa legge statale tra un minimo e un massimo prestabiliti.

È evidente che, rispetto alla vecchia formulazione, che aveva consentito una tale lettura restrittiva, il nuovo testo dell'art. 119, comma 2, della Costituzione ha grande portata innovativa.

Riguardo al secondo canale ordinario di finanziamento delle autonomie territoriali, le compartecipazioni al gettito dei tributi erariali, la Costituzione prevede un modello di compartecipazioni dirette, essendo l'entità della compartecipazione riferita direttamente al gettito dei tributi erariali nel rispettivo territorio di ciascuna Regione.

---

<sup>8</sup> In tal modo si è avviato un processo volto ad un sempre maggiore decentramento, in opposizione al centralismo che ha caratterizzato la storia dell'Italia.

Cfr. Buratti A., *Introduzione alla Costituzione Italiana*, Presidenza del Consiglio dei Ministri – Dipartimento della Funzione Pubblica, pp. 33 e segg.

<sup>9</sup> La legge può, volta per volta, derogare all'assegnazione ai Comuni delle funzioni amministrative, ma solo per assicurare esigenze di carattere unitario e di efficienza dell'azione amministrativa: in questi casi può attribuire l'esercizio di determinate funzioni amministrative agli altri enti territoriali, così come allo Stato.

Il sistema delineato dal nuovo art. 119 indica, pertanto, nel fondo perequativo l'unico strumento tramite il quale porre in essere politiche perequative per i territori con minore capacità fiscale per abitante.<sup>10</sup>

Per dare attuazione a tali disposizioni della legge costituzionale, occorrono, tuttavia, specifici provvedimenti. Affinché le regioni possano legiferare in materia di tributi e di entrate proprie (art. 119, c. 2), è necessario, infatti, stabilire “principi di coordinamento della finanza pubblica e del sistema tributario”, i quali in parte sembrano rinvenibili nella legislazione vigente e in parte sono da introdurre ad opera di una legge statale.

Attualmente, i finanziamenti degli enti territoriali sono costituiti prevalentemente da trasferimenti pari al 33% per i comuni, al 43% per le province e al 63% per le regioni. Rilevanti sono anche le entrate tributarie pari a circa il 30% per tutte le amministrazioni locali (v. Tab. 1.3). Tuttavia, i tributi sono stabiliti per la gran parte a livello di governo centrale e scarsa è la capacità di manovra degli enti decentrati.

**Tab. 1.3 – Fonti di finanziamento di Comuni, Province e Regioni**

Fonti di finanziamento	Comuni*		Province*		Regioni e Province autonome**	
	milioni di euro	composizione percentuale	milioni di euro	composizione percentuale	milioni di euro	composizione percentuale
Entrate tributarie	25.528,00	28,96%	4.624,00	30,69%	40.484,00	29,88%
Entrate extratributarie	10.697,00	12,13%	722,00	4,79%	543,00	0,40%
Entrate da trasferimenti	28.844,00	32,72%	6.507,00	43,19%	85.566,00	63,16%
Entrate da accensione di prestiti	12.502,00	14,18%	2.263,00	15,02%	8.550,00	6,31%
Entrate da alienazione di beni e riscossione di crediti	10.590,00	12,01%	949,00	6,30%	341,00	0,25%
<b>Totale Entrate</b>	<b>88.161,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>15.065,00</b>	<b>100,00%</b>	<b>135.484,00</b>	<b>100,00%</b>

Note: \* dati consuntivi al 2004

\*\* dati consuntivi al 2001

Fonte: Ns. elaborazione su dati Istat (*I bilanci consuntivi delle regioni e delle province autonome, I bilanci consuntivi delle amministrazioni provinciali, I bilanci consuntivi delle amministrazioni comunali*)

<sup>10</sup> Cfr. De Grazie D. (2002), “L'autonomia finanziaria degli enti territoriali nel nuovo Titolo V della Costituzione”, *Le Istituzioni del Federalismo*, n. 2.

### 1.3 L'evoluzione della finanza locale in Italia

All'indomani della seconda guerra mondiale, l'Assemblea Costituente, coadiuvata da alcune commissioni di esperti, predispose i nuovi fondamenti della Repubblica. La commissione che si occupava dello studio dei problemi della finanza locale rilevò che la crisi finanziaria degli enti locali aveva tra le cause l'eccessiva molteplicità dei tributi; la mancanza di coordinamento dei tributi stessi; l'insufficienza delle entrate ordinarie necessarie alla copertura delle spese obbligate; un'ineguale distribuzione della pressione tributaria locale; l'inefficienza dell'accertamento affidato ad organi locali troppo spesso influenzati da interessi politici o di categoria. Alla luce di tali considerazioni si pervenne alla conclusione che per risolvere la crisi finanziaria occorreva rivedere i criteri di attribuzione delle funzioni e dei poteri alle amministrazioni locali e le modalità di finanziamento.<sup>11</sup>

Nonostante queste indicazioni, non si è però provveduto ad una revisione sostanziale dell'assetto finanziario, organizzativo e istituzionale degli enti locali; lo stato di crisi continuò ad aggravarsi ed i deficit di bilancio continuarono ad aumentare.

Sul finire degli anni Sessanta, il rapporto tra le passività complessive delle amministrazioni pubbliche e il Pil raggiunse il 60%.<sup>12</sup>

In tale contesto, agli inizi degli anni Settanta venne emanata una legge di riforma tributaria. Venne drasticamente ridotta l'autonomia tributaria locale con l'obiettivo di fornire al governo centrale un maggior numero di strumenti per il controllo dell'economia.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Cfr. Marini G. (2002), Il percorso innovativo delle finanze in direzione del federalismo fiscale, Saggio Formez, p.5.

<sup>12</sup> Cfr. De Bonis R. (2006), "Ricchezza finanziaria e indebitamento dell'economia italiana dal 1950 al 2004", in Banca d'Italia, *I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali*, Atti del Convegno, Perugia 1-2 dicembre 2005, p.320.

<sup>13</sup> Il principio di attribuire al governo centrale la quasi totalità delle entrate tributarie, rendendo la finanza degli enti locali una finanza di trasferimenti, si affermò anche in conseguenza della situazione economica degli anni Settanta: il tasso di sviluppo subì un rallentamento; si accrebbe la spesa statale mentre le entrate si mantennero stazionarie; si manifestò una crisi fiscale dello Stato. È in questa situazione che venne varata la riforma tributaria che, per quanto riguarda gli Enti Locali, prevedeva interventi di natura transitoria tendenti a disciplinare i rapporti finanziari tra i singoli Enti e lo Stato. Fu abolita la maggior parte dei tributi caratterizzanti l'ordinamento precedente, i Comuni e le Province furono espropriati delle imposte con le quali riuscivano ad autofinanziarsi e compensati con trasferimenti sostitutivi da parte dello Stato, il quale contemporaneamente istituì due nuove imposte locali: l'ILOR, imposta locale sui redditi, e l'INVIM, imposta sull'incremento di valore degli immobili.

*Gli anni Settanta: l'ordinamento finanziario di comuni, province e regioni*

Con l'entrata in vigore della legge delega per la riforma tributaria n. 825 del 9 ottobre 1971, si è provveduto ad abolire un elevato numero di tributi locali di scarso gettito e di oneroso quanto difficile accertamento e ad affidare il reperimento dei mezzi finanziari a un sistema imperniato su tre nuovi tributi locali<sup>14</sup>, su alcuni tributi propri non aboliti e su un regime provvisorio di finanziamento contenuto nel D.P.R. 26 ottobre 1972 n. 638.

In particolare, le province usufruiscono, come gettito di natura tributaria, esclusivamente della tassa di occupazione di suolo pubblico sopravvissuta alla riforma tributaria e prevista dagli artt. 192-200 del Testo Unico per la Finanza Locale approvato con R.D. 14 settembre 1931 n. 1175 e della quota loro riconosciuta del gettito della nuova imposta locale sui redditi accertata e riscossa dallo stato.

I comuni hanno come proprie fonti autonome di entrata, accertate e riscosse da loro stessi, l'imposta sulla pubblicità e alcuni tributi locali di scarso rilievo non soppressi dalla legge delega.<sup>15</sup>

L'imposta sulla pubblicità è quella di maggiore importanza per ammontare del gettito; è stata introdotta in sostituzione della tassa sulle insegne e della precedente imposta sulla pubblicità e colpisce tutte le pubblicità localizzabili nel territorio comunale, eccetto quella radiofonica e televisiva e sulla stampa periodica.

A tali tributi locali in senso stretto, gestiti direttamente dai comuni e, quindi, espressione della loro autonomia tributaria, si aggiungono l'imposta locale sul reddito e l'imposta sull'incremento di valore degli immobili; imposte, queste ultime, che possono considerarsi erariali per quanto concerne l'accertamento e la riscossione, cui provvedono gli uffici dello stato, e locali per quanto riguarda l'attribuzione del gettito, che va agli enti

---

<sup>14</sup> I tre nuovi tributi in oggetto sono:

- l'imposta sulla pubblicità, introdotta con D.P.R. 26 ottobre 1972 n. 639;
- l'imposta locale sul reddito, disciplinata dal D.P.R. 29 settembre 1973 n. 599;
- l'imposta sull'incremento del valore degli immobili, introdotta con D.P.R. 26 ottobre 1972 n. 643.

Per ulteriori approfondimenti sulla finanza locale e regionale negli anni Settanta si veda: Istituto della Enciclopedia Italiana, *Enciclopedia Italiana - Appendice IV - Volume I*.

<sup>15</sup> Tra i tributi di minore importanza non soppressi dalla riforma si segnalano:

- la tassa per l'occupazione di spazi e aree pubbliche;
- il contributo per la costruzione di gallerie;
- l'imposta di soggiorno;
- l'imposta sui cani;
- il diritto di peso pubblico e di misura pubblica;
- i diritti sulle pubbliche affissioni;
- la tassa per la raccolta e il trasporto dei rifiuti solidi urbani.

Cfr. Istituto della Enciclopedia Italiana, *Enciclopedia Italiana - Appendice IV - Volume I*.

(regioni, comuni, province, camere di commercio) nel cui territorio viene prodotto il reddito soggetto a tassazione.

Accanto al gettito dei tributi propri e della partecipazione a tributi erariali, costituiscono entrate proprie dei comuni e delle province:

- i proventi derivanti dall'utilizzazione dei beni che costituiscono il patrimonio comunale e provinciale;
- i proventi dei servizi municipalizzati;
- i proventi dei mutui.

Gli enti locali possono trovare una fonte di reddito nella corretta gestione dei beni costituenti il loro patrimonio.

I comuni e, in misura minore, le province prestano ai privati servizi a carattere industriale o prevalentemente tale. La materia è regolata dal r.d. 15 ottobre 1925 n. 2578, con il quale è approvato il Testo Unico delle leggi sull'assunzione diretta di pubblici servizi da parte dei comuni e delle province. La forma normale di gestione di tali servizi, qualora essi rivestano carattere industriale, è quella della costituzione da parte dei comuni di un'azienda speciale distinta dalla sua amministrazione ordinaria, con bilanci e conti separati. È peraltro consentita la gestione in economia dei servizi di non particolare rilievo e di quelli non aventi carattere prevalentemente industriale: in questi casi gli utili o le perdite derivanti dalla gestione del servizio si riflettono direttamente sul bilancio comunale<sup>16</sup>.

La possibilità degli enti locali di contrarre mutui è regolata da disposizioni di leggi diverse a seconda della finalità che con il mutuo si vuole perseguire. In particolare, principi generali in ordine all'assunzione di mutui da parte di enti locali sono contenuti negli artt. 299 e 300 del T.U. della legge comunale e provinciale approvato con r.d. 3 marzo 1934, n. 383. A norma di tali articoli, gli enti locali possono assumere mutui solo a determinate condizioni, e cioè se:

---

<sup>16</sup> Per quanto riguarda le aziende speciali, esse hanno la capacità di compiere tutti i negozi giuridici necessari per il raggiungimento dei loro fini e di stare in giudizio per le azioni che ne conseguono. I risultati economici della gestione fanno però capo al bilancio comunale; gli utili netti dell'azienda sono, infatti, devoluti a tale bilancio dopo aver detratto le somme necessarie per la costituzione di un fondo di ammortamento e di riserva o, eventualmente, per il miglioramento e lo sviluppo dell'azienda; le perdite, nell'impossibilità che siano coperte con il suddetto fondo di riserva, dovranno essere compensate dal comune mediante stanziamenti nella parte straordinaria del proprio bilancio di previsione della spesa. Anche nei casi in cui il comune può dare in concessione all'industria privata dei servizi pubblici, esso percepisce un'entrata che è rappresentata dal canone di concessione oppure da una quota di partecipazione agli utili dell'impresa (art. 265 del T.U.F.L. n. 1175 del 1931).

- hanno per scopo di provvedere ad opera pubblica di carattere obbligatorio debitamente autorizzata, i cui progetti abbiano riportato il visto dell'ingegnere capo del Genio Civile e, se prescritto, il parere favorevole del Consiglio superiore dei lavori pubblici;
- hanno per oggetto il pagamento di debiti scaduti;
- ne sia garantito l'ammortamento determinando i mezzi per provvedervi oltre che quelli per i pagamento degli interessi.

Riguardo alle province è altresì richiesto che l'assunzione di mutui avvenga per provvedere a spese straordinarie e obbligatorie le quali in ogni caso riguardino l'acquisto di stabili per pubblico servizio o altre finalità previste da leggi speciali.

È necessario, infine, che gli interessi del mutuo che il comune o la provincia intende contrarre, sommati agli interessi di debiti o mutui di qualunque natura precedentemente contratti, non facciano giungere le somme da iscrivere in bilancio per il servizio degli interessi a una cifra superiore al quarto delle entrate effettive dell'ente, valutate in base al conto consuntivo dell'anno precedente alla deliberazione relativa al mutuo.

Altre limitazioni sono previste dagli articoli, 300, 306 e 333 del citato T.U. della legge comunale e provinciale del 1934, il quale detta anche precisi criteri in ordine alla formazione delle deliberazioni comunali e provinciali in materia, all'approvazione di queste da parte della giunta provinciale amministrativa ovvero della commissione centrale per la finanza locale.

In considerazione del grave stato di indebitamento dei comuni e delle province e in attesa di un'organica sistemazione della finanza locale,<sup>17</sup> è stato emanato il d.P.R. 26 ottobre 1972, n. 651, istituyente un fondo speciale per il risanamento dei bilanci comunali e provinciali.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> Che si sarebbe attuata a decorrere dal 1° gennaio 1978, con lo strumento della legge ordinaria secondo i criteri previsti dall'art. 12 della legge delega n. 825 del 1971.

<sup>18</sup> Tale fondo costituisce un primo tentativo in Italia di finanza coordinata, in quanto con esso:

1. si crea per la prima volta un organismo misto composto in prevalenza da rappresentanti di enti locali affiancati da tecnici dei ministeri delle Finanze, del Tesoro, dell'Interno e del Bilancio e Programmazione Economica, che lo amministra in relazione alle esigenze concrete degli enti locali;
2. si responsabilizzano gli amministratori locali imponendo loro una programmazione delle spese e delle entrate liberamente accettata, che è posta necessariamente a base del piano di risanamento che, ai sensi di detto d.P.R., il comune e la provincia devono deliberare e presentare all'amministrazione finanziaria al fine di usufruire del finanziamento del fondo: all'ente che voglia beneficiare di tale finanziamento per provvedere al progressivo ripiano del proprio disavanzo è, infatti, vietato per il futuro di superare l'entità delle spese programmate in detto piano pluriennale.

Al fine di realizzare l'obiettivo della riforma tributaria degli anni Settanta di fornire al governo centrale un maggior numero di strumenti per il controllo dell'economia, la finanza locale fu di fatto trasformata in una finanza di trasferimenti. Né gli amministratori locali si opposero a tale riforma in quanto videro in quei provvedimenti un alleggerimento delle proprie responsabilità politiche e amministrative. Inoltre, il nuovo sistema di finanziamento aveva un carattere transitorio e sembrava garantire, per l'immediato futuro, una certa espansione della capacità di spesa.

Gli amministratori locali, infatti, si preoccuparono sempre meno della copertura delle spese deliberate dal momento che non ne veniva addossato il costo direttamente ai cittadini amministrati. Cominciarono, così, le richieste di provvedimenti urgenti a favore degli Enti Locali. Vi fu un consenso unanime nel riconoscere la necessità di risanamento dei bilanci come premessa indispensabile per attuare la riforma della finanza locale e si giunse al consolidamento dei debiti a breve contratti degli Enti Locali con il sistema bancario<sup>19</sup>.

#### *L'ordinamento finanziario delle regioni*

Con notevole ritardo sui tempi previsti dal legislatore costituente, nel 1970 fu avviato il processo di attuazione dell'ordinamento regionale e con la legge n. 281 del 1970 sono stati disciplinati gli ordinamenti finanziari delle regioni a statuto ordinario.<sup>20</sup>

Nella logica del pluralismo organico caratterizzante la struttura dello stato italiano, l'autonomia finanziaria costituisce uno dei presupposti indispensabili alla vita delle regioni dovendo garantire all'ente la sufficienza di mezzi per il perseguimento di un

---

L'istituzione di tale fondo costituisce un primo passo per avviare una riforma della finanza locale che, nell'intenzione del legislatore manifestata all'atto dell'approvazione della legge delega sulla riforma tributaria, doveva tradursi in un organico sistema articolato:

- su tributi propri accertati o riscossi direttamente degli enti locali o tramite gli uffici finanziari dello stato;
- su quote di compartecipazione al gettito di tributi erariali stabilite in misura proporzionale al gettito dei tributi stessi. Tali quote dovrebbero affluire in tutto o in parte in fondi comuni alimentati da percentuali variabili de gettito tributario, da distribuirsi anche con funzioni perequative in base alla situazione economica locale;
- su contribuzioni dirette a risanare i bilanci e a tenerli in pareggio che consentono di abolire il ricorso al sistema dei mutui per la copertura del disavanzo economico del bilancio.

<sup>19</sup> Giarda P., *Il federalismo "Italian style": il ripetuto pasticcio delle riforme costituzionali*, Intervento tenuto nell'ambito del convegno su "La Finanza locale nel Mezzogiorno ed il ruolo del sistema bancario", Napoli, 5 novembre 2004.

<sup>20</sup> Gli ordinamenti finanziari delle regioni a statuto speciale (Sicilia, Sardegna, Trentino-Alto Adige, Valle d'Aosta e Friuli-Venezia Giulia) sono, invece, disciplinati dai singoli statuti regionali. In questa sede ci occuperemo solo della finanza delle regioni a statuto ordinario.

indirizzo politico economico: il tutto nell'ambito del coordinamento, attuato dalle leggi dello stato, con la finanza erariale e con quella degli altri enti locali<sup>21</sup>.

La citata legge n. 281 del 1970, nell'attuare parzialmente il disposto costituzionale, procede ad una tripartizione delle entrate tributarie delle regioni nel modo seguente:

- tributi propri regionali in senso stretto, che la regione ha il potere di istituire<sup>22</sup>;
- tributi erariali il cui gettito va devoluto solo parzialmente alle regioni e agli altri enti locali: sono questi i cosiddetti tributi "propri per assimilazione" e cioè i tributi sui redditi immobiliari sostituiti poi, con l'entrata in vigore della riforma tributaria, dall'imposta locale sui redditi istituita con d.P.R. 29 settembre 1973, n. 599<sup>23</sup>;
- quote di tributi erariali confluenti nel già ricordato fondo comune avente funzione solo parzialmente perequativa, essendo esso, per la sproporzione esistente tra di esso e i tributi precedenti, l'unica apprezzabile fonte di entrata della finanza regionale<sup>24</sup>.

Altre forme di finanziamento delle regioni sono costituite dai mutui, dalle obbligazioni e dalle anticipazioni disciplinate dall'art. 10 della legge n.281. In particolare, con tale articolo si consente alle regioni di contrarre mutui e di emettere obbligazioni purché le relative entrate siano destinate a spese di investimento o ad assumere partecipazioni in

---

<sup>21</sup> Questo era già il disegno tracciato dal costituente italiano in tema di autonomia regionale: l'art. 119 della Costituzione, sviluppando sotto il profilo finanziario la nozione di autonomia locale accolta dal precedente art. 5, riconosce infatti espressamente alle regioni, nel primo comma, l'autonomia finanziaria nei limiti stabiliti dalle leggi statali e, nel secondo comma, distingue tra tributi propri e quote di tributi erariali per quanto attiene alle fonti di entrata necessarie a soddisfare i bisogni e a far fronte alle spese per le funzioni normali delle regioni. I tributi propri dovrebbero in linea teorica avere dimensioni tali sia da consentire una funzionalizzazione della finanza regionale sia da collegarsi a quell'autonoma espressione di capacità contributiva creata dalle regioni nel proprio territorio nell'esercizio della loro potestà normativa. Le quote di tributi erariali che, secondo la legge finanziaria regionale n. 281 del 16 maggio 1970, in gran parte vanno ad alimentare un fondo comune, dovrebbero da parte loro svolgere una limitata funzione orientativa della politica economica regionale ed essere utilizzate soprattutto quale strumento di perequazione interregionale da attuare attraverso la ripartizione differenziata del suddetto fondo fra le diverse regioni secondo parametri che tengano presenti le diversità tra esse esistenti in termini di reddito, popolazione e territorio.

<sup>22</sup> Tributi propri regionali sono:

l'imposta sulle concessioni statali dei beni del demanio e del patrimonio indisponibile che si applica alle concessioni per l'occupazione di questi beni che si trovino nel territorio della regione;

la tassa sulle concessioni regionali che si applica agli atti e provvedimenti adottati dalle regioni nell'esercizio delle loro funzioni corrispondenti a quelli assoggettati alle tasse sulle concessioni governative;

la tassa regionale di circolazione che si applica ai veicoli e autoscafi soggetti all'omonima tassa erariale e appartenenti a persone residenti nella regione;

la tassa per l'occupazione di spazi e aree pubbliche appartenenti alle regioni.

<sup>23</sup> Alle regioni è attribuita una quota del gettito dell'imposta locale sui redditi. L'imposta è applicata in favore delle regioni con un'aliquota che le regioni stesse stabiliscono annualmente tra la misura minima dell'1% e la misura massima del 2%.

<sup>24</sup> Alle regioni sono attribuite quote dell'imposta di fabbricazione sugli oli minerali, sugli spiriti, sulla birra, sullo zucchero, sui gas di prodotti petroliferi e dell'imposta erariale sul consumo di tabacchi.

società finanziarie regionali cui partecipano altri enti pubblici e il cui oggetto rientri nelle materie di competenza regionale ordinaria o delegata dallo stato. Non invece per coprire disavanzi economici della gestione. Per impedire inoltre che l'onere delle annualità di ammortamento per capitale e interessi incida in modo eccessivo sul bilancio regionale, la legge ha posto un limite a tale incidenza, che non può eccedere il 20% dell'ammontare complessivo delle entrate tributarie della regione. Ha stabilito inoltre che la legge regionale che autorizza l'accensione del prestito deve specificare l'incidenza dell'operazione sui singoli esercizi finanziari futuri nonché i mezzi necessari per la copertura degli oneri e che, inoltre, se il finanziamento si è ottenuto mediante emissione di obbligazioni, le condizioni e modalità dell'operazione devono essere deliberate dalla giunta regionale previo parere conforme del comitato interministeriale per il credito e il risparmio.

Al rimedio eccezionale delle anticipazioni le regioni possono ricorrere soltanto al fine di fronteggiare temporanee deficienze di cassa ed estinguendole nello stesso esercizio finanziario in cui sono state contratte. La cifra complessiva delle anticipazioni erariali spettanti alla regione non può eccedere l'ammontare trimestrale delle quote dei tributi erariali ad esse spettanti: come è evidente, i criteri di riparto accolti per le quote di tributi erariali esplicano effetti anche indiretti sul finanziamento delle regioni attraverso il limite posto all'ammontare delle anticipazioni.

### *Gli anni Ottanta*

Fino ai primi anni Settanta, la finanza locale era basata prevalentemente sulle entrate tributarie.<sup>25</sup> La riforma tributaria del 1971, ispirata dal principio dell'accentramento nello Stato del potere impositivo, segnò l'eliminazione di numerosi tributi locali introducendo, a parziale compensazione del potere impositivo sottratto, due importanti tributi, INVIM e ILOR.

La finanza locale presentava quindi caratteristiche di finanza prevalentemente derivata.

Inizialmente, le assegnazioni venivano calcolate a partire dal gettito dei tributi locali soppressi con la riforma tributaria, sulla base di dichiarazioni sottoscritte dagli stessi Enti;

---

<sup>25</sup> I maggiori tributi locali erano rappresentati dall'imposta di famiglia, dall'imposta di consumo, dall'imposta sull'incremento di valore delle aree fabbricabili.

ad esse si aggiungevano i contributi erogati a copertura degli oneri relativi ai mutui assunti a ripiano dei bilanci deficitari.

Con il metodo della copertura dei mutui a ripiano dei bilanci deficitari, veniva di fatto eliminata qualsiasi forma di responsabilizzazione e di controllo della spesa pubblica da parte degli amministratori che, anche in caso di disavanzo, vedevano comunque garantito il pareggio attraverso il mutuo.

Successivamente, venne introdotto il finanziamento sulla base della spesa storica: ogni Ente riceveva dallo Stato quanto necessario per finanziare il livello di spesa dell'anno base (1977) maggiorato di una determinata percentuale.

Durante gli anni Ottanta continua a permanere il sistema di finanza derivata introdotto negli anni Settanta. Sono poche le novità sostanziali introdotte in tema di finanza locale nel decennio. Gli anni Ottanta si caratterizzano piuttosto per il frequente ricorso alla decretazione d'urgenza allo scopo di porre rimedio agli effetti di sperequazione prodotti dalle logiche di distribuzione dei trasferimenti erariali sulla base della spesa storica degli enti.

Nel 1981, con l'emanazione del decreto n. 38, viene creato un fondo perequativo da destinare a quei comuni che si trovavano in condizioni disagiate.

Dal 1986 lo Stato ha concorso al finanziamento dei bilanci comunali in modo più articolato: attraverso un fondo ordinario, un fondo perequativo ed un fondo sviluppo degli investimenti. Ci si è mossi pure in direzione di una maggiore autonomia impositiva inasprendo i tributi locali esistenti e rendendo da facoltativa ad obbligatoria l'addizionale comunale sul consumo di energia elettrica. Nel 1989, infine, viene istituita l'ICIAP, imposta comunale sulle attività produttive<sup>26</sup>.

Per quanto riguarda i finanziamenti alle Regioni, vengono istituiti il fondo regionale per il ripiano dei disavanzi di esercizio delle aziende di trasporto (legge n. 151 del 10 aprile 1981), il fondo sanitario nazionale (legge n. 833 del 23 dicembre 1978), il fondo per i programmi regionali di sviluppo (il cui contenuto è fissato di anno in anno con la legge di bilancio).

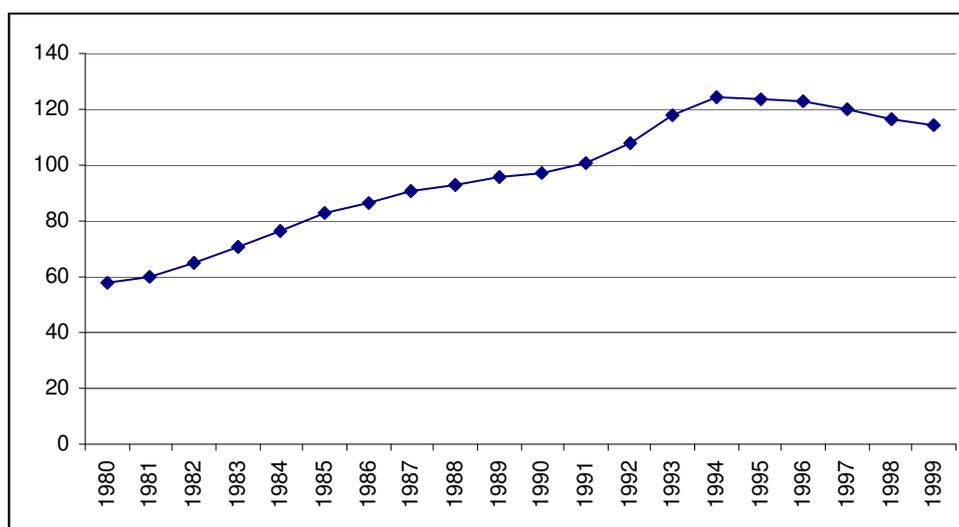
---

<sup>26</sup> Cfr. Marini G. (2002), Il percorso innovativo delle finanze in direzione del federalismo fiscale, Saggio Formez, pp.7-8.

### *Dagli anni Novanta ad oggi*

Gli anni Novanta rappresentano un punto di svolta nella vita economica dell'Italia: la scelta di sottoscrivere il Trattato di Maastricht e la conseguente adesione ai vincoli di finanza pubblica in esso contenuti hanno imposto un risanamento della finanza pubblica. I valori del rapporto indebitamento netto / Pil sintetizzano gli sforzi compiuti per raggiungere i parametri stabiliti dal Trattato di Maastricht. Come si può vedere dalla Figura 1.2, il debito pubblico risulta in costante aumento fino al 1994, anno in cui è pari ad oltre il 124% del prodotto interno lordo; è a partire dal 1995 che inizia a diminuire attestandosi nel 1999 al 114% del Pil.

**Figura 1.2 – Debito delle Amministrazioni pubbliche in percentuale del Pil**



Fonte: Ns. elaborazione da: Degni M., Emiliani N., Gastaldi F., Salvemini G., Virno C. (2001), "Il riequilibrio della finanza pubblica negli anni Novanta", *Studi e Note di Economia – Quaderno n. 7*, p. 77

Il processo di riaggiustamento dei conti pubblici è stato possibile anche grazie ai notevoli cambiamenti intervenuti nelle relazioni tra i diversi livelli di governo, in particolare tra governo centrale ed enti territoriali. Importanti progressi sono stati compiuti allo scopo di aumentare la responsabilità finanziaria di tutti gli enti delle amministrazioni pubbliche.

Il modello di decentramento della spesa ed accentramento delle entrate introdotto negli anni Settanta e rimasto invariato nel decennio successivo viene radicalmente modificato nel corso degli anni Novanta.<sup>27</sup>

A partire dal 1992, il Parlamento italiano ha emanato diversi provvedimenti con i quali sono stati previsti maggiori tributi propri per le regioni e gli enti locali.

In particolare, con la Legge n. 421 del 1992 è stata istituita l'ICI per i comuni ed è stato attribuito alle regioni il gettito dei contributi sanitari. Negli anni successivi, il processo di redistribuzione delle entrate si rafforza ulteriormente con l'assegnazione alle regioni della tassa di circolazione e di una quota dell'accisa sulla benzina. Viene istituito un nuovo tributo regionale, l'IRAP e viene prevista un'addizionale regionale ed una comunale all'IRPEF. Alle province è attribuita una parte del gettito dell'imposta sulle assicurazioni.

Con il D. Lgs. n. 504 del 1992, si stabilisce che lo Stato concorre al finanziamento dei bilanci delle amministrazioni provinciali e comunali attraverso:

- un fondo ordinario, in cui confluiscono i contributi ordinari trasferiti dallo Stato;
- un fondo consolidato, che comprende i contributi erariali finalizzati in base a leggi speciali a specifici investimenti;
- un fondo perequativo degli squilibri di fiscalità locale, per venire incontro a quegli enti per i quali le basi imponibili e i proventi del gettito delle imposte e delle addizionali sia inferiore rispetto alla media della classe demografica di appartenenza;

---

<sup>27</sup> Negli anni Settanta, il processo di decentramento della finanza pubblica realizzato con l'attuazione delle regioni avviene sostanzialmente soltanto sul lato delle competenze di spesa, ma non di entrata. *«Inizialmente il modello di finanziamento pensato per le neonate regioni prevedeva tributi propri, compartecipazioni a tributi erariali e opportuni sistemi di perequazione. Tuttavia, la spirale inflazionistica fa sì che le previste compartecipazioni ad alcune accise crescano a tassi insufficienti a garantire il finanziamento delle regioni e vengano ben presto trasformate in trasferimenti erariali dal bilancio dello Stato, la cui quantificazione è demandata annualmente alla contrattazione in sede di legge finanziaria. Dal lato delle entrate proprie, con la riforma del sistema tributario, anche l'Imposta locale sui redditi (ILOR) inizialmente pensata come contributo proprio degli enti decentrati diviene ben presto, e tale rimane fino alla sua soppressione avvenuta nel 1998, a tutti gli effetti un'imposta nazionale».*

Per quanto riguarda il sistema di finanziamento dei comuni, vengono soppressi la maggior parte dei tributi comunali (che rappresentavano circa il 50% delle entrate), senza prevedere sistemi di finanziamento alternativi. Il risultato è un forte aumento dell'indebitamento dei comuni, costretti a ricorrere al sistema bancario per far fronte alle spese e il successivo intervento dello Stato per ripianare posizioni debitorie non più sostenibili.

Cfr. Degni M., Emiliani N., Gastaldi F., Salvemini G., Virno C. (2001), "Il riequilibrio della finanza pubblica negli anni Novanta", *Studi e Note di Economia – Quaderno n. 7*, pp. 53 e segg.

- un fondo nazionale ordinario per gli investimenti per il finanziamento di opere pubbliche di preminente interesse economico-sociale;
- un fondo nazionale speciale per gli investimenti per la realizzazione di opere pubbliche da parte di enti che versino in gravi condizioni di disagio.

Gli anni Novanta segnano una svolta nel sistema di finanziamento delle amministrazioni locali non solo per quanto riguarda le entrate ordinarie (in particolare entrate proprie e trasferimenti da altri enti), ma soprattutto per ciò che riguarda le entrate straordinarie (derivanti da prestiti e dallo smobilizzo del patrimonio) e alcune forme di finanziamento alternative (quali il project financing e le cartolarizzazioni).

La legge n. 142 del 1990 prevede la possibilità di ricorrere a prestiti obbligazionari e la legge n. 724 del 1994 ne regola le modalità di emissione.

Nel 1998, con la legge n. 415, viene disciplinato il ricorso degli enti pubblici al capitale privato per il finanziamento degli investimenti tramite l'istituto del project financing.

Il D. Lgs. n. 358 del 1992 prevede, per gli enti territoriali, il ricorso al leasing, che viene ulteriormente disciplinato dal D. Lgs. n. 402 del 1998.

Con il decreto legge n. 310 del 1990 viene eliminato il vincolo che imponeva agli enti pubblici di richiedere alla Cassa depositi e prestiti un'autorizzazione preventiva per poter contrarre mutui con il sistema bancario.

Gli ultimi anni, infine, sono caratterizzati dalla riforma del Titolo V della Costituzione attuata con la legge n. 3 del 2001, che sancisce il riconoscimento dell'autonomia finanziaria dall'ambito regionale a quello di Comuni, Province e Città metropolitane (art. 119 comma 1). Il comma 1 del riformato art. 119 precisa anche - diversamente dal vecchio testo - che l'autonomia sia da esercitare sia dal lato delle entrate che da quello delle spese. Al comma 2, l'enfasi è posta sul possesso, da parte degli enti, di risorse autonome, che non sono più "attribuite" da un livello superiore di governo, come indicato precedentemente. Viene poi esplicitamente enunciato il potere - non riconosciuto in vigore del vecchio Titolo V - di stabilire e applicare tributi ed entrate propri in armonia con la Costituzione (e non, come nel vecchio articolo, "nei limiti stabiliti da leggi della Repubblica").

La ristrettezza di autonomia tributaria ha caratterizzato le regioni sembra superata dalla previsione secondo cui tali enti possono stabilire i loro tributi (cioè fissare le

aliquote e individuare la base imponibile). Nell'articolo 119 viene, tuttavia, specificato che tali poteri sono da esercitare "secondo i principi di coordinamento della finanza pubblica e del sistema tributario", cioè in base a materie che il nuovo articolo 117, al comma 3, inserisce tra quelle a legislazione concorrente. Dunque, allo Stato resta la fissazione dei principi fondamentali di indirizzo - attraverso leggi "quadro" - mentre per le regioni l'iniziativa legislativa in materia di coordinamento sembra riferibile ai rapporti tra finanza regionale e finanza locale.<sup>28</sup>

Tra le fonti di finanziamento a disposizione delle Regioni e degli Enti Locali, il nuovo testo dell'articolo 119 annovera le "compartecipazioni al gettito di tributi erariali riferibile al loro territorio", in luogo delle "quote di tributi erariali".

Anche se definizione generica della Costituzione lascia alla legge ordinaria la determinazione dei criteri di individuazione specifica del gettito territoriale (se prodotto o riscosso sul territorio o incidente sui suoi residenti) sembra di poter desumere dal testo che il gettito da compartecipazione venga indirizzato direttamente alle Regioni senza un preventivo accantonamento in un fondo del bilancio statale.<sup>29</sup>

Un'ulteriore fonte di finanziamento prevista dall'articolo 119, è il fondo perequativo per i territori con minore capacità fiscale, senza vincoli di destinazione e da istituirsi con legge dello Stato.

L'ultimo comma dell'articolo 119 sembra introdurre il principio del rispetto del pareggio di bilancio corrente (la cosiddetta *golden rule*), stabilendo che gli enti decentrati possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. Viene anche esclusa la garanzia statale sui prestiti contratti da tali enti.

A queste linee generali dettate dalla legge costituzione occorre dare attuazione. In particolare, occorre definire i principi di coordinamento della finanza pubblica per tutti i livelli di governo al fine di completare il processo di federalismo fiscale.

*«Nella realizzazione del federalismo fiscale appare prioritario, per un verso, individuare il giusto mix tra tributi ed entrate propri e compartecipazioni al gettito di*

---

<sup>28</sup> Cfr. Espa E., Felici M. (2003), "La riforma del Titolo V della Costituzione: la ripartizione delle competenze", in Isae, *Rapporto Annuale 2003 sull'attuazione del federalismo*, febbraio.

<sup>29</sup> Ciò deriva sia dalla netta distinzione operata nei confronti dell'altra fonte di finanziamento costituita dal fondo perequativo, sia dalla caratteristica di diversità implicita nel riferimento al territorio che si contrappone agli ovvii intenti riequilibratori del fondo perequativo.

Cfr. De Grazie D. (2002), "L'autonomia finanziaria degli enti territoriali nel nuovo Titolo V della Costituzione", *Le Istituzioni del Federalismo*, n. 2; Espa E., Felici M. (2003), "La riforma del Titolo V della Costituzione: la ripartizione delle competenze", in Isae, *Rapporto Annuale 2003 sull'attuazione del federalismo*, febbraio.

*tributi erariali riferibili al territorio e, per l'altro, la definizione dei poteri tributari dei diversi livelli di governo, tenendo conto che il metodo attuale che vede nello Stato il centro del prelievo e negli enti locali quello della spesa è sicuramente il peggiore del mondo, in quanto deresponsabilizza gli amministratori»<sup>30</sup>.*

#### **1.4 L'introduzione del Patto di stabilità interno**

Dopo il Trattato di Maastrich nel 1992 e l'introduzione del Patto di Stabilità e Crescita nel 1997, si è posta una maggiore attenzione sugli equilibri di bilancio e si è acuito l'interesse verso le problematiche legate agli equilibri dei bilanci locali. L'Italia, infatti, come tutti i Paesi dell'Unione europea, ha sottoscritto l'obiettivo di non generare disavanzi eccessivi, assumendosi l'impegno di realizzare una situazione di bilancio che, nel medio termine, potesse comportare un saldo vicino al pareggio o positivo.

Il pericolo dell'influenza negativa di Enti territoriali poco virtuosi sugli equilibri complessivi ha indotto il legislatore nazionale a coinvolgere il settore pubblico locale nella gestione dei *deficit* e del debito pubblico mediante l'introduzione, con la legge n. 448 del 1998 art. 28 (legge finanziaria per il 1999), del cosiddetto Patto di Stabilità interno.

Nella Legge Finanziaria per il 1999 si leggeva infatti che tutti i livelli di governo decentrati si impegnavano «*a ridurre progressivamente il finanziamento in disavanzo delle proprie spese e a ridurre il rapporto tra il proprio ammontare di debito e il prodotto interno lordo*».

È necessario che i governi locali adottino un comportamento virtuoso, tenuto conto che la quota di spesa pubblica gestita dalle amministrazioni regionali e locali è diventata assai rilevante in Italia: nel 2003, il complesso delle spese delle amministrazioni regionali e locali è pari al 30% del totale spese delle amministrazioni pubbliche; con riferimento alle sole spese per investimenti, la percentuale sale al 76% (v. Tab.1.3).

---

<sup>30</sup> Commissioni affari costituzionali - Senato della Repubblica - Camera dei Deputati, *Indagine conoscitiva sullo stato di attuazione del vigente titolo V della parte seconda della Costituzione*, Roma, ottobre 2006.

**Tab 1.3 – Spesa delle Amministrazioni pubbliche per livelli di governo (anno 2003)**  
**Milioni di euro e percentuali**

	Amministrazioni Pubbliche		Peso % Amministrazioni regionali e locali
		Di cui amministrazioni regionali locali	
Spese correnti totali	581.500	159.928	27,5
di cui spese correnti nette	512.209	155.406	30,3
di cui interessi passivi	69.291	4.522	6,5
Spese in conto capitale	53.095	35.550	67,0
di cui investimenti	34.666	26.342	76,0
<b>Totale spese</b>	<b>634.595</b>	<b>195.478</b>	<b>30,8</b>

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze

Occorre, tuttavia, evidenziare che i paesi europei non sono obbligati a regolare la formazione dei disavanzi locali. La scelta di coordinare o meno i comportamenti finanziari del centro e della periferia rientra nella sfera di discrezionalità di ogni paese e dipende anche dal diverso grado di decentramento esistente.<sup>31</sup>

Nel nostro Paese, in particolare, la situazione è molto controversa perché la scelta di imporre “dall’alto” regole di bilancio vincolanti suscita opposizioni sempre più forti da parte degli amministratori locali: accade così che, nonostante le ragioni di fondo del Patto di stabilità interno siano oggi diffusamente condivise, le sue modalità applicative continuano ad essere aspramente contestate dai governi locali, che non tollerano eccessive interferenze da parte dello Stato sul proprio operato.<sup>32</sup>

La finanza regionale e locale italiana è stata interessata negli ultimi anni da due vicende che generano effetti potenzialmente contraddittori: da un lato, l’applicazione del Patto di stabilità interno, dall’altro lato la tensione verso una riforma di tipo federalista che verrà attuata sulla base della revisione del Titolo V della Costituzione.

<sup>31</sup> Infatti, in Europa il problema dell’applicazione del Patto a scala locale è stato affrontato in vario modo, aderendo alternativamente a modelli più cooperativi, come è avvenuto in Austria, Belgio, Olanda e Germania oppure a modelli più rigidi basati su regole fiscali fisse stabilite “ex ante”, come quelli adottati in Francia, Spagna, Scandinavia e anche in Italia.

<sup>32</sup> Per maggiori approfondimenti sulle problematiche connesse all’introduzione del patto di stabilità interno si veda: Tassa E. (2002), “Il Patto di stabilità interno: evoluzione in Italia ed esperienze analoghe in alcuni Paesi europei”, *Studi e Note di Economia*, n. 3.

Mentre i governi locali stanno già subendo gli effetti della prima, per la seconda il grado d'incertezza è ancora elevato: il decentramento amministrativo delle competenze è già in corso ma la crescita dell'autonomia finanziaria locale è ancora ipotetica e lontana.

Il decentramento amministrativo non è stato, infatti, accompagnato da un contestuale processo di riconoscimento di autonomia di entrata e di spesa, e di responsabilizzazione finanziaria di regioni ed enti locali. Ciò per la mancata emanazione degli atti normativi necessari a dare piena attuazione all'articolo 119 della Costituzione sul federalismo fiscale.

Questa discrasia ha messo in difficoltà gli enti territoriali, chiamati da un lato a fronteggiare scelte gestionali e finanziarie sempre più ampie e impegnative (concesse dalla Costituzione), ma stretti dall'altro dal rispetto di vincoli di bilancio standardizzati e uniformi (imposti dal Patto).

Dalla sua introduzione, nel 1999, il Patto di stabilità interno è stato sottoposto a varie revisioni. In concreto, ogni anno la legge finanziaria prevede specifici vincoli di bilancio per gli enti territoriali.

La ridefinizione del Patto di stabilità interno contenuta nel Disegno di Legge finanziaria per il 2007 prevede risparmi di spesa pari a 3,3 miliardi di euro. Le nuove norme previste per il Patto di stabilità interno fissano per gli Enti locali l'obiettivo di un saldo di bilancio – al netto dei trasferimenti dallo Stato e di alcune spese in conto capitale – migliore di quello registrato in media nel periodo 2003-05. L'entità del miglioramento richiesto è maggiore per gli enti che nel triennio di riferimento hanno registrato spese correnti più elevate e disavanzi più ampi.

In particolare, per le province ed i comuni con popolazione superiore ai 5000 abitanti, la manovra finanziaria è fissata in termini di riduzione del saldo finanziario e della spesa corrente. Il saldo finanziario, calcolato in termini di cassa quale differenza tra entrate finali correnti ed in conto capitale e spese finali correnti ed in conto capitale, deve essere ridotto nel caso in cui la media triennale del periodo 2003-2005 sia stata negativa. In tal caso, il saldo di cassa va ridotto:

- per le province, del 4,5%, del 2,7% e dell'1,9% rispettivamente negli anni 2007, 2008 e 2009;
- per i comuni, del 5%, del 4,3% e del 4,1% rispettivamente negli anni 2007, 2008 e 2009.

Inoltre, la media triennale per il periodo 2003-2005 della spesa corrente di cassa va ridotta nelle seguenti misure:

- per le province, del 3,8%, del 2,3% e dell'1,7% rispettivamente negli anni 2007, 2008 e 2009;
- per i comuni, del 3,4%, del 3% e del 2,8% rispettivamente negli anni 2007, 2008 e 2009.<sup>33</sup>

Il disegno di Legge finanziaria per il 2007 prevede che il complesso delle spese finali di ciascuna regione ordinaria, per il 2007 non potrà essere superiore al corrispondente complesso di spese finali<sup>34</sup> dell'anno 2005 diminuito dell'1,8%; e per gli anni 2008 e 2009 non potrà essere superiore al complesso delle corrispondenti spese finali dell'anno precedente aumentato rispettivamente del 2,5% e del 2,4%.<sup>35</sup>

I vincoli alla spesa delle Regioni a statuto speciale dovranno essere concordati con il Ministro dell'Economia e delle finanze; in caso di mancato accordo, si applicano le disposizioni stabilite per le Regioni a statuto ordinario.

Il Patto di stabilità interno è stato introdotto affinché anche gli enti territoriali contribuissero al rispetto dei vincoli imposti a livello europeo dal Patto di stabilità e crescita. In particolare, in base al Patto di stabilità e crescita, gli Stati membri che hanno adottato l'euro devono rispettare i cosiddetti *parametri di Maastricht* e in particolare:

- un deficit annuale non superiore al 3% del Pil;
- un debito pubblico al di sotto del 60% del PIL (o, comunque, un debito pubblico che dia evidenti segnali di rientro).

---

<sup>33</sup> Nel caso di mancato rispetto del patto scatta una procedura di infrazione secondo la quale il Presidente del Consiglio diffida l'ente locale inadempiente ad adottare i necessari provvedimenti entro il 31 maggio dell'anno successivo, qualora l'ente non adempia, il presidente della provincia o il sindaco, in qualità di commissario ad acta, adotta entro il 30 giugno i necessari provvedimenti. Decorso inutilmente tale termine:

- per i comuni l' addizionale irpef aumenta automaticamente dello 0,3%,
- per le province l'imposta provinciale di trascrizione aumenta del 5%.

Cfr. art. 74 del Disegno di legge finanziaria per il 2007.

<sup>34</sup> Il complesso delle Spese Finali è determinato dalla somma delle spese correnti ed in conto capitale, al netto delle spese per la sanità e delle spese per la concessione di crediti.

<sup>35</sup> In caso di mancato rispetto del Patto, il Presidente del Consiglio diffida la regione inadempiente ad adottare i necessari provvedimenti entro il 31 maggio dell'anno successivo, qualora l'ente non adempia, il presidente della regione in qualità di commissario ad acta adotta entro il 30 giugno i necessari provvedimenti. Decorso inutilmente tale termine, nella regione interessata, in riferimento all'anno in corso, si applica automaticamente:

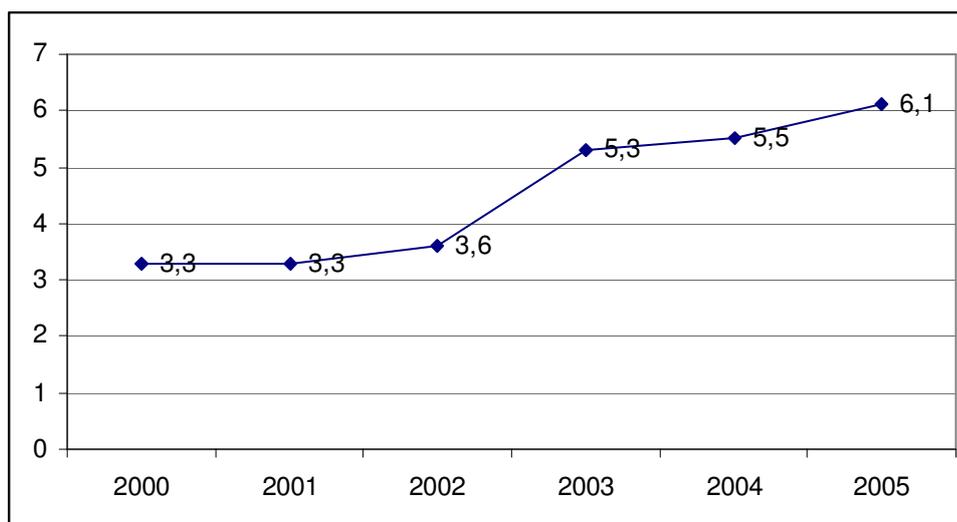
- l'imposta regionale sulla benzina nella misura di euro 0,0258 al litro (se nella regione l'imposta è già in vigore nella misura massima si applica l'ulteriore aumento di euro 0,0129 al litro)
- l'aumento del 5% delle tariffe vigenti per la tassa automobilistica (bollo auto).

Cfr. art. 73 del Disegno di legge finanziaria per il 2007.

Fino ad oggi, nonostante quasi tutti gli enti locali siano riusciti a rispettare i vincoli imposti dalle varie leggi finanziarie, il nostro Paese non è riuscito a rispettare i *parametri di Maastricht*. Il debito pubblico, in riduzione fino al 2004, è tornato a crescere nel 2005 (attestandosi su un valore pari a 106,4% del Pil); dal 2003, il deficit va assumendo valori crescenti e superiori al 3% del Pil.

Focalizzando l'attenzione sul debito delle amministrazioni locali, si rileva, tra il 2000 e il 2005, un suo aumento di quasi tre punti percentuali in rapporto al Pil (v. Fig. 1.3). Ciò per gli Enti locali è in larga parte imputabile al finanziamento della spesa per investimenti. Per quanto attiene, invece, al debito regionale esso è in ampia parte attribuibile al deterioramento dei saldi sanitari.

**Figura 1.3 – Debito delle Amministrazioni locali in percentuale del Pil**



Fonte: Ns. elaborazione su dati: Banca d'Italia (2006), Relazione Annuale per il 2005.

Ancora più critiche potrebbero essere le prospettive per il futuro. Più in dettaglio, stando alle previsioni dei comuni sondati dall'Anci, nel 2006 il 32% dei municipi sforerà il tetto delle spese correnti e il 28% non riuscirà a rispettare i vincoli sugli investimenti.<sup>36</sup>

<sup>36</sup> Cfr. Trovati G. (2006), "Il Patto abbandona i tetti", *Il Sole 24 Ore*, 24 luglio.

Per quanto riguarda le Regioni, a preoccupare sono i deficit sanitari. Nel 2005, Liguria, Lazio, Molise, Sicilia, Campania e Abruzzo hanno accumulato un disavanzo sanitario pari a 4,3 miliardi di euro.<sup>37</sup>

## 1.5 La finanza locale nei principali Paesi europei

In questo paragrafo sono presi in esame i sistemi di finanziamento dei governi locali nei maggiori Paesi europei.

Se si considerano tutti Paesi dell'Unione Europea a 15<sup>38</sup> (Austria; Belgio; Danimarca; Finlandia; Francia; Germania; Grecia; Irlanda; Italia; Lussemburgo; Paesi Bassi; Portogallo; Regno Unito; Spagna; Svezia) si nota che la maggior parte di essi sono Stati unitari. Fanno eccezione soltanto la Germania, l'Austria e il Belgio.

L'organizzazione dei governi locali è diversa nei vari Paesi (v. Tab. 1.4).

In alcuni paesi esiste un unico livello di organizzazione:

- Austria, Finlandia e Lussemburgo prevedono il comune quale unico livello di governo locale.

In altri casi, esistono due livelli di governo locale:

- in Danimarca: comuni e contee;
- in Portogallo: comuni e circoscrizioni;
- in Grecia: comuni e dipartimenti;
- in Svezia: comuni e contee;
- nei Paesi Bassi: comuni e province;
- in Germania: Kreise e comuni;
- in Belgio: comuni e province.

---

<sup>37</sup> Cfr. Pesole D. (2006), "Deficit sanitari, più tasse in mezza Italia", *Il Sole 24 Ore*, 2 giugno.

<sup>38</sup> Attualmente l'Unione europea conta 25 Paesi. Nel 2004, infatti, l'Unione europea ha accolto dieci nuovi paesi: Cipro, Repubblica ceca, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Slovacchia e Slovenia. Bulgaria e Romania dovrebbero fare il loro ingresso nel 2007; la Croazia e la Turchia hanno avviato i negoziati di adesione nel 2005.

**Tab. 1.4 – I livelli di governo locale nei Paesi UE**

<b>Paesi</b>	<b>Struttura “federata”</b>	<b>Livelli di governo locale</b>		
Austria	9 Länder	2.353 comuni		
Belgio	3 regioni e 3 comunità	10 province	589 comuni	
Danimarca		14 contee	275 comuni	
Finlandia		455 comuni		
Francia		22 regioni	96 dipartimenti	36.559 comuni
Germania	16 Länder	426 Kreise	16.121 comuni	
Grecia		54 dipartimenti	5.922 comuni	
Irlanda		8 regioni	34 contee	80 distretti
Italia		20 regioni	108 province	8.104 comuni
Lussemburgo		118 comuni		
Paesi Bassi		12 province	633 comuni	
Portogallo		275 comuni		4.207 circoscrizioni
Regno Unito		135 contee/ enti unitari	319 distretti	
Spagna		17 comunità autonome	50 province	8.082 comuni
Svezia		24 contee	286 comuni	

Fonte: Ns. adattamento da: Dexia-Crediop, *La finanza locale in Europa*, Roma, novembre 2000

Il Regno Unito presenta, in alcuni casi, un solo livello di governo locale rappresentato dall'ente unitario; in altri casi, i livelli di governo locale sono due: il distretto (rurale o metropolitano) e la contea.

Tre livelli di governo locale si rilevano:

- in Spagna: comuni, province e comunità autonome;
- in Francia: comuni, dipartimenti e regioni;
- in Italia: comuni, province e regioni;
- in Irlanda: distretti, contee e enti regionali.

Nella maggior parte dei paesi, si è assistito ad una crescita delle responsabilità e delle competenze degli enti locali. Questa tendenza è stata particolarmente marcata in Spagna, dove, nel 1978 sono state istituite le comunità autonome, e in Francia dove sono state approvate numerose leggi di decentramento nei primi anni Ottanta.

Un'eccezione in questo senso è rappresentata dal Regno Unito che, dalla fine degli anni '70, ha limitato e ridotto il ruolo degli enti locali.

Per quanto riguarda le competenze dei governi locali, i comuni hanno generalmente competenze in materia di infrastrutture (rete stradale locale, approvvigionamento idrico, raccolta dei rifiuti), trasporti pubblici e servizi sociosanitari (in quest'ultimo settore sono maggiormente coinvolti i comuni italiani, finlandesi, danesi e svedesi). I comuni, inoltre, anche se le competenze variano da paese a paese, si occupano di istruzione.<sup>39</sup>

Per quanto riguarda gli enti locali secondari (province, dipartimenti e contee), in Italia e nel Regno Unito le loro competenze riguardano le strade, le scuole medie inferiori e superiori, la gestione dell'ambiente, l'urbanistica e l'assetto del territorio. In Francia i dipartimenti sono responsabili di assistenza sociale, trasporti scolastici nelle aree extra urbane, rete stradale dipartimentale, costruzione e manutenzione delle scuole medie inferiori e superiori. In Grecia, i dipartimenti hanno competenza in materia di programmi locali per l'occupazione, assistenza sociale ai disabili ed ospedali, istruzione e formazione degli adulti, edilizia popolare, strade, trasporti ed edifici scolastici.

---

<sup>39</sup> I comuni sono responsabili della realizzazione e della manutenzione delle scuole elementari e materne in tutti gli Stati membri ad eccezione della Spagna, dell'Irlanda e del Portogallo. In Belgio, Danimarca, Finlandia, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Regno Unito e Svezia, i comuni sono responsabili del pagamento di una parte o dell'intero stipendio degli insegnanti. Cfr. Dexia-Crediop, *La finanza locale in Europa*, Roma, novembre 2000.

In altri paesi gli enti locali secondari sono specializzati in determinati settori. In Danimarca e in Svezia, ad esempio, le contee hanno competenze specifiche nel settore sanitario.

In Belgio, Germania, Paesi Bassi e Irlanda, hanno competenze di natura generale per tutte le questioni di interesse locale.

In Spagna, infine, le competenze delle province tendono a ridursi: gestiscono soltanto alcune voci di spesa infraregionale in conto capitale (reti stradali secondarie, alcuni ospedali) e forniscono assistenza tecnica e finanziaria ai comuni con meno di 5.000 abitanti.

Per quanto attiene alle regioni e alle comunità autonome, le comunità autonome spagnole e le regioni italiane esercitano un potere legislativo in conformità ai principi fondamentali sanciti dal diritto nazionale. Ciò nonostante, questi due paesi non possono essere classificati come Stati federali, in quanto regioni e comunità autonome non hanno un'adeguata indipendenza di poteri a livello organizzativo e non sono rappresentati come tali in seno alle istituzioni federali, in particolare in sede parlamentare.

In Spagna, in Italia e in Francia le amministrazioni regionali esercitano molte competenze proprie. Di converso, il livello regionale irlandese prevede soltanto limitate competenze, relative essenzialmente al coordinamento dei pubblici servizi a livello regionale e al controllo dell'impiego dei fondi europei.

Per quanto riguarda il sistema di finanziamento dei governi locali, oltre la metà del finanziamento proviene da trasferimenti dal governo centrale (palesi o nascosti sotto forma di compartecipazioni passive); il contributo delle entrate extratributarie è generalmente il più limitato; i tributi propri, o con margini di autonomia, non superano un terzo circa delle entrate totali. Più in particolare, la quota delle entrate tributarie (autonome o partecipate) su quelle totali varia da un minimo del 9,7 per cento in Olanda ad un massimo del 74,8 per cento in Svezia, con una media di circa il 45 per cento.

Le entrate extratributarie garantiscono mediamente il 10 per cento circa dei proventi, dal sei per cento della Svezia al 24 per cento della Germania.<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> Cfr. Bernardi L., Gandullia L. (2005), "Federalismo fiscale in Europa e in Italia", in Associazione Reforme, *Federalismo 2004 - Aspetti quantitativi e confronto con le esperienze europee*.

In sintesi, i trasferimenti restano la fonte principale di finanziamento degli enti decentrati europei, almeno fino alle riforme in corso. La ricerca di innovazioni negli assetti e nelle forme di organizzazione territoriale del settore pubblico è, infatti, nell'agenda politica dei principali paesi europei.

Particolarmente interessanti appaiono le riforme del Regno Unito, della Spagna e della Francia.

Il Regno Unito, malgrado il trasferimento di alcuni poteri legislativi ed esecutivi ai governi di Scozia, Galles ed Irlanda del Nord, resta uno dei paesi più centralizzati in Europa. I nuovi governi regionali sono attualmente finanziati attraverso un trasferimento incondizionato ('assigned budget'), sul cui utilizzo hanno piena discrezionalità.

In Francia la riforma costituzionale del 2003, che sancisce l'"organizzazione decentralizzata della Repubblica", ridisegna il quadro istituzionale, ponendo le condizioni per l'avvio di un processo di decentramento che si prospetta di vasta portata. Sul piano delle competenze, la riforma francese ne muta la ripartizione tra i diversi livelli istituzionali ed accresce il ruolo degli enti territoriali relativamente al governo centrale; sul terreno finanziario, sancisce principi di autonomia degli enti territoriali, prima assenti, ma che dovranno trovare compiuta attuazione in sede di legislazione ordinaria.

In Spagna è stato attuato il decentramento della sanità e di settori del welfare state a favore delle Comunità autonome e sono stati ampliati in modo significativo i margini di autonomia impositiva degli enti decentrati.

Non si registrano segnali di discontinuità rispetto al passato in Germania dove né è messa in discussione la ripartizione delle competenze tra Bund e Länder né appare nell'agenda politica l'attribuzione di autonomia impositiva agli enti decentrati.<sup>41</sup>

#### *Il ricorso ai prestiti da parte dei paesi europei*

In tutti i paesi dell'Unione europea gli enti territoriali hanno diritto di fare ricorso ai prestiti. Le risorse così reperite sono destinate principalmente agli investimenti e, in minor misura, alla ristrutturazione del debito (Germania e Portogallo) e alla partecipazione azionaria in aziende o associazioni pubbliche (Belgio). Nella maggior

---

<sup>41</sup> Cfr. Bernardi L., Gandullia L. (2005), "Federalismo fiscale in Europa e in Italia", in Associazione Reforme, *Federalismo 2004 - Aspetti quantitativi e confronto con le esperienze europee*.

parte dei casi i prestiti con scadenza a meno di un anno sono destinati a far fronte alla gestione corrente.

In generale, gli enti locali possono rivolgersi ad istituti di credito di loro scelta, od optare per l'emissione di prestiti sul mercato obbligazionario.

In alcuni paesi come Belgio, Finlandia, Francia, Paesi Bassi e Svezia, l'accensione di prestiti non è soggetta ad autorizzazione. In altri paesi è soggetta ad approvazioni che possono riguardare:

- ciascuna decisione di far ricorso ai prestiti, come avviene in Danimarca;
- l'ammontare totale annuo del prestito: in Germania l'approvazione avviene nel quadro dell'adozione del bilancio; in Spagna, Lussemburgo, Portogallo e nelle contee danesi, l'autorizzazione è necessaria al di sopra di un determinato importo del prestito; in Austria un'autorizzazione preliminare è sempre necessaria.

In Italia, in base al Regolamento applicativo dell'art. 41 della Legge Finanziaria per il 2002 (decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 1 dicembre 2003, n. 389), le amministrazioni locali, prima di dare avvio ad operazioni di finanziamento a medio o lungo termine e a cartolarizzazioni di importo superiore a 100 milioni di euro, hanno l'obbligo di effettuare comunicazione delle caratteristiche delle stesse operazioni al Dipartimento del Tesoro, che entro dieci giorni dalla conferma di ricezione può inviare una comunicazione che indichi, con opportuna motivazione, la tempistica da seguire per l'effettuazione dell'operazione: in caso di assenza di detta comunicazione l'ente potrà comunque dare avvio all'operazione.

Tali norme sono volte a evitare l'eccessivo indebitamento degli enti locali e variano in funzione della scadenza del prestito.

Generalmente i prestiti a lungo termine sono soggetti ad alcune condizioni:

- in Danimarca le contee non possono contrarre un prestito superiore al 25% dei loro investimenti annui;
- in Francia, l'ammontare delle annualità garantite più l'ammontare delle annualità relative al debito dell'ente locale non devono superare il 50% delle entrate operative;
- in Italia, l'ammontare degli interessi sullo stock di debito non può superare il 12% nel caso di comuni e province o il 25% nel caso delle regioni di una parte specifica del bilancio corrente dell'esercizio precedente;

- nei Paesi Bassi l'ente locale deve presentare un piano dei conti dal quale si evinca che il rimborso del prestito è compatibile con un bilancio pluriennale in pareggio;
- in Portogallo l'annualità del debito contratto dal comune e dalle associazioni intercomunali a cui esso appartiene non può superare il 25% dei trasferimenti statali per l'esercizio in corso, o il 20% delle spese di investimento dell'anno precedente;
- nel Regno Unito, ogni anno l'ente locale definisce, in base alle entrate, l'ammontare massimo di nuovi prestiti; in casi eccezionali, è previsto un stanziamento integrativo in corso d'anno per progetti specifici; l'ammontare massimo dell'indebitamento complessivo per ogni ente locale viene fissato dallo Stato; in caso di alienazione del patrimonio, dal 50% al 70% dei proventi della cessione deve essere destinato al rimborso del debito.

I prestiti a breve termine sono autorizzati, nella maggior parte dei paesi, in caso di occasionali problemi di liquidità, solitamente in base ad alcuni requisiti. Ad esempio, in Germania è necessaria una previa autorizzazione se l'ammontare del prestito supera 1/7 delle entrate correnti del comune; in Spagna è necessaria una previa autorizzazione se l'ammontare del prestito supera il 35% delle entrate correnti del comune; in Danimarca, in base a una norma sulla gestione della liquidità, la differenza fra entrate e debiti a breve termine, calcolata su base giornaliera negli ultimi 12 mesi, deve essere pari a zero; nei Paesi Bassi l'indebitamento a breve termine di comuni e province non deve superare, rispettivamente, un massimo del 5,6% e del 7,6% dell'indebitamento totale (più garanzie e riserve); in Portogallo l'indebitamento totale a breve termine non deve superare il 10% dei trasferimenti del governo centrale per l'esercizio corrente.

È generalmente consentito il ricorso alle emissioni obbligazionarie in valuta nazionale anche se soggetto a una serie di limitazioni. Ad esempio:

- in Spagna comuni e province devono ricevere una preventiva autorizzazione dal ministro delle Finanze e dal Comitato nazionale della Borsa; non sono soggette ad alcun limite le emissioni delle comunità autonome;
- in Italia le emissioni obbligazionarie sono soggette a una preventiva autorizzazione della Banca centrale e subordinate a un'esatta definizione del progetto di investimento da finanziare; inoltre, è vietata l'emissione di obbligazioni agli enti locali in passivo nei tre esercizi precedenti.

## CAPITOLO SECONDO

### LE FONTI DI FINANZIAMENTO TRADIZIONALI PER GLI INVESTIMENTI DEGLI ENTI TERRITORIALI

#### Premessa

Uno dei compiti più delicati degli amministratori locali riguarda la scelta degli strumenti finanziari più adeguati al finanziamento degli investimenti. La presenza dei vincoli sull'indebitamento da un lato, la maggiore flessibilità dei prodotti finanziari dall'altro, impongono una precisa valutazione dei costi di indebitamento e un'adeguata scelta degli strumenti di finanziamento.

È possibile individuare un percorso ideale per la scelta del canale di finanziamento, che non tenga conto solo degli oneri, ma consideri anche i tempi necessari per l'attivazione ovvero la complessità delle procedure in generale.

In un'analisi economica e finanziaria comparativa, si possono individuare tre distinte fasi:

- individuazione dell'opera da finanziare;
- verifica della capacità di indebitamento;
- analisi degli strumenti alternativi di finanziamento.

La prima fase implica una scelta della spesa da finanziare, condizionata dalla necessità di stabilire, tra i progetti pianificati, l'investimento più urgente; esiste, specie per i comuni di piccole dimensioni (oltre il 70% degli 8.103 comuni italiani hanno una popolazione inferiore ai 5 mila abitanti), il vincolo di *capital rationing*: le limitate risorse disponibili in bilancio, impediscono la realizzazione di più interventi nello stesso periodo; di qui la necessità di scelta.

Tra le spese di investimento finanziabili troviamo l'acquisto e/o costruzione /ristrutturazione di immobili, la realizzazione di opere, l'acquisto di impianti, macchinari, automezzi, ecc..

Il secondo passo da compiere, importante dal punto di vista economico-finanziario, consiste in un'analisi di bilancio tesa ad individuare il limite di indebitamento, non solo da un punto di vista statico, ma soprattutto dinamico. La percentuale di interessi sul totale delle entrate correnti è soggetta ad una variabilità derivante dalla instabilità dei tassi di interesse e delle stesse entrate. Se nel breve periodo è possibile stimare l'andamento di questi fattori, nel medio lungo periodo ciò diventa difficile.

Solo dopo aver verificato la fattibilità dell'operazione, si procede all'individuazione dello strumento più adeguato per il reperimento del capitale.

## **2.1 La programmazione degli investimenti**

Diversi sono i documenti attraverso cui gli enti territoriali programmano gli investimenti da realizzare. In particolare, una prima programmazione avviene in sede di elaborazione del programma elettorale del sindaco o del presidente della provincia e della regione. Questo documento si presenta poco dettagliato e contiene gli obiettivi generali che si intendono realizzare in caso di vittoria elettorale. Si può dire che il programma elettorale rappresenta la *mission* dell'ente e, pertanto, in esso risultano individuati i problemi che si intendono risolvere e gli interventi che si intendono realizzare.

Dopo la vittoria elettorale, il sindaco o il presidente della provincia sono tenuti a formalizzare in un documento apposito le intenzioni dichiarate nel corso della campagna elettorale. Tale documento prende il nome di "Programma di mandato" e va presentato al consiglio nonostante non ne sia richiesta l'approvazione.<sup>1</sup>

Successivamente, mediante il "Piano generale di sviluppo" si stabilisce ciò che concretamente si intende fare. Una volta che il consiglio ha approvato il Piano generale di

---

<sup>1</sup> Appare, tuttavia, opportuno prendere nota delle posizioni dei singoli gruppi in modo da tenerne conto nella predisposizione del "Piano generale di sviluppo" da sottoporre ad approvazione consiliare.

sviluppo (o Piano degli obiettivi), la giunta potrà elaborare il bilancio di previsione da sottoporre ad approvazione del consiglio.

In particolare, nel Piano generale di sviluppo sono indicati gli investimenti e le opere pubbliche che l'ente pensa di realizzare nonché le indicazioni circa il loro costo in termini di spesa di investimento ed i riflessi per quanto riguarda la spesa corrente per ciascuno degli anni del mandato. Vengono, inoltre, determinate le disponibilità di mezzi straordinari; le disponibilità in termini di indebitamento; il costo delle operazioni finanziarie e le possibilità di copertura; la compatibilità con le disposizioni del patto di stabilità interno.<sup>2</sup>

Sulla base dei contenuti del Piano generale di sviluppo, si potrà procedere all'elaborazione dei documenti di bilancio:

- la relazione previsionale e programmatica;
- il piano triennale delle opere pubbliche;
- il bilancio preventivo annuale e pluriennale.

L'art. 160 del Tuel offre un elenco puntuale dei contenuti della relazione. In essa devono essere contenuti tutti gli aspetti relativi agli interventi correnti, agli investimenti e alle fonti di finanziamento. In particolare, la relazione deve evidenziare le spese correnti e quelle di investimento; contenere una valutazione dei mezzi finanziari disponibili o attivabili; individuare le fonti di finanziamento idonee a coprire il fabbisogno finanziario derivante dalle politiche di funzionamento e di investimento.

La relazione deve indicare anche, per macro tipologia, le modalità di finanziamento: risorse proprie dell'ente; trasferimenti dello Stato, della regione, della provincia, dell'Unione europea; indebitamento presso la Cassa depositi e prestiti o altri istituti di credito; altre tipologie di indebitamento.

La programmazione degli interventi pluriennali di spesa avviene in maniera più puntuale nel piano triennale delle opere che costituisce un documento fondamentale per la redazione di un bilancio pluriennale e annuale veritiero nelle previsioni di entrata e di spesa.

---

<sup>2</sup> Cfr. Principio contabile n. 1 per gli enti locali - Programmazione e previsione nel sistema del bilancio.

Attraverso il bilancio preventivo annuale e pluriennale, i consigli degli enti autorizzano l'esecutivo a dare corso agli atti di spesa e prendono atto delle previsioni di entrata.<sup>3</sup>

Diversi sono, dal punto di vista formale ma non nella logica, i documenti nel caso delle regioni. In particolare, tutta l'azione di governo del territorio deve essere coerente con il Programma regionale di sviluppo, atto di programmazione che individua gli indirizzi fondamentali dell'attività della regione e fornisce il quadro di riferimento e le strategie per lo sviluppo della comunità regionale. Il programma regionale di sviluppo viene proposto dalla giunta ed approvato dal Consiglio regionale.

Coerentemente con gli obiettivi determinati nel Programma regionale di sviluppo, nel bilancio pluriennale ed annuale sono indicate le risorse finanziarie stanziare sia per le spese correnti sia per gli investimenti.

## **2.2 Il ricorso all'indebitamento per il finanziamento degli investimenti degli enti territoriali: il quadro normativo**

### ***Le Regioni***

Il quadro normativo che regola il finanziamento dell'attività di investimento delle Regioni è essenzialmente disciplinato:

- dall'articolo 10 della legge 16 maggio 1970, n. 281 e successive modificazioni ed integrazioni;
- dall'articolo 23 del decreto legislativo 28 marzo 2000, n. 76;
- dagli articoli da 35 a 37 della legge 23 dicembre 1994, n. 724 (emissione di prestiti obbligazionari) come modificato dall'articolo 41, comma 3, della legge 28 dicembre 2001, n. 448<sup>4</sup>.

---

<sup>3</sup> Al fine di tutelare gli interessi della collettività, il processo di programmazione delle opere pubbliche, disciplinato dalla legge quadro n. 109 del 1994 e successive modifiche, è stato previsto dal legislatore in maniera dettagliata. Il piano triennale delle opere deve infatti contenere le priorità di realizzazione, le tipologie e le fonti di finanziamento delle opere, le risorse tecniche e umane assegnate, i risultati attesi, i tempi di realizzo.

<sup>4</sup> Per quanto riguarda la disciplina relativa all'emissione di prestiti obbligazionari si rimanda al paragrafo 2.4 di questo capitolo.

In particolare, l'art. 10 della legge 281/70, intitolato "Mutui, obbligazioni e anticipazioni" prevede che «le Regioni possono contrarre mutui ed emettere obbligazioni esclusivamente per provvedere a spese di investimento nonché per assumere partecipazioni in società finanziarie regionali». Si stabilisce, inoltre, che è possibile il ricorso all'indebitamento nella misura in cui l'importo complessivo delle annualità di ammortamento per capitale e interesse dei mutui e delle altre forme di indebitamento in estinzione nell'esercizio considerato non superi il 25% dell'ammontare complessivo delle entrate tributarie non vincolate della regione<sup>5</sup> ed a condizione che gli oneri futuri di ammortamento trovino copertura nell'ambito del bilancio pluriennale della regione stessa.

Importanti novità in materia di indebitamento sono state introdotte dalle disposizioni dell'articolo 3, commi da 16 a 21, della legge finanziaria n. 350/2003, come integrato dall'articolo 3 del decreto-legge 12 luglio 2004, n. 168, convertito, con modificazioni, della legge 30 luglio 2004, n. 191. Tali disposizioni, in particolare, oltre a confermare che il ricorso all'indebitamento è consentito solo per finanziare spese di investimento, in aderenza a quanto stabilito dal sesto comma del novellato articolo 119 della Costituzione, specificano, nel contempo, che gli investimenti finanziabili sono solo quelli che determinano un arricchimento patrimoniale per il soggetto pubblico erogatore delle spese e delimitano a fattispecie ben circoscritte le possibilità di ricorrere all'indebitamento per finanziare contributi agli investimenti a privati.

Nello specifico, costituiscono investimenti:

- a) l'acquisto, la costruzione, la ristrutturazione e la manutenzione straordinaria di beni immobili, costituiti da fabbricati sia residenziali che non residenziali;
- b) la costruzione, la demolizione, la ristrutturazione, il recupero e la manutenzione straordinaria di opere e impianti;
- c) l'acquisto di impianti, macchinari, attrezzature tecnico-scientifiche, mezzi di trasporto e altri beni mobili ad utilizzo pluriennale;
- d) gli oneri per beni immateriali ad utilizzo pluriennale;
- e) l'acquisizione di aree, espropri e servitù onerose;
- f) le partecipazioni azionarie e i conferimenti di capitale, nei limiti della facoltà di partecipazione concessa ai singoli enti mutuatari dai rispettivi ordinamenti;

---

<sup>5</sup> Al riguardo, occorre precisare che, ai sensi dell'art. 73 comma 9 del disegno di Legge finanziaria per il 2007, il limite di indebitamento di cui all'articolo 10, della legge 16 maggio 1970, n. 281, come modificato dall'articolo 23, comma 1, del decreto legislativo 28 marzo 2000, n. 76 è ridotto dal 25% per cento al 20%.

- g) i trasferimenti in conto capitale destinati specificamente alla realizzazione degli investimenti a cura di un altro ente od organismo appartenente al settore delle pubbliche amministrazioni;
- h) i trasferimenti in conto capitale in favore di soggetti concessionari di lavori pubblici o di proprietari o gestori di impianti, di reti o di dotazioni funzionali all'erogazione di servizi pubblici o di soggetti che erogano servizi pubblici, le cui concessioni o contratti di servizio prevedono la retrocessione degli investimenti agli enti committenti alla loro scadenza, anche anticipata;
- i) gli interventi contenuti in programmi generali relativi a piani urbanistici attuativi, esecutivi, dichiarati di preminente interesse regionale aventi finalità pubblica volti al recupero e alla valorizzazione del territorio.

L'accensione di prestiti deve essere autorizzata mediante una legge regionale che specifichi l'incidenza dell'operazione sui singoli esercizi finanziari futuri ed indichi i mezzi necessari alla copertura degli oneri<sup>6</sup>.

Per l'accensione dei mutui, ulteriore condizione è che il Consiglio Regionale abbia approvato il Rendiconto dell'esercizio di due anni precedenti a quello al cui bilancio il nuovo indebitamento si riferisce (art. 23, c. 2, D.lgs. n. 76/2000).

Alle Regioni è concessa facoltà di contrarre anche anticipazioni, ma al solo scopo di fronteggiare temporanee deficienze di cassa e per un importo non eccedente l'ammontare bimestrale delle quote dei tributi erariali ad esse spettanti. Le anticipazioni devono, inoltre, essere estinte nell'esercizio finanziario in cui sono contratte.

Per le Regioni a statuto speciale, per le Province autonome di Trento e Bolzano e per gli enti ricompresi nei relativi territori, occorre tenere conto delle specificità previste dai rispettivi statuti di autonomia in materia di indebitamento che, pertanto, viene diversamente disciplinato da Regione a Regione.

Pertanto, la normativa di riferimento va rinvenuta, prioritariamente, negli statuti approvati con legge costituzionale e nelle relative norme di attuazione che, ancor prima della nuova formulazione dell'articolo 119 della Costituzione, hanno limitato la facoltà di indebitamento alla realizzazione di investimenti.

---

<sup>6</sup> Nel caso di prestiti obbligazionari, la stessa legge regionale deve disporre che l'operazione sia deliberata dalla giunta regionale, la quale ne determina le condizioni e le modalità, previo conforme parere del comitato interministeriale per il credito e per il risparmio.

In ogni caso, l'applicazione alle Regioni a statuto speciale ed alle Province autonome di Trento e Bolzano del principio che autorizza il ricorso all'indebitamento discende da esigenze generali di coordinamento della finanza pubblica e di unità economica del Paese (articoli 119 e 120 della Costituzione) nonché dall'adesione dell'Italia al Patto di stabilità e crescita sancito a Bruxelles con i Paesi appartenenti alla Comunità Europea.

### ***I Comuni e le Province***

Il quadro normativo che disciplina il finanziamento dell'attività di investimento degli enti locali ha quali riferimenti essenziali:

- gli articoli da 199 a 207 del Testo unico delle legge sull'ordinamento degli enti locali di cui al decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267;
- gli articoli 35, 41 e 42 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504 (finanziamenti erariali);
- gli articoli 35 e 37 della legge 23 dicembre 1994, n. 724 (emissione dei prestiti obbligazionari)<sup>7</sup>.

In base all'art. 199 del Testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali (D. Lgs. n. 267 del 18.08.2000)<sup>8</sup>, per l'attivazione degli investimenti gli enti locali possono utilizzare:

- a) entrate correnti destinate per legge agli investimenti;
- b) avanzi di bilancio, costituiti da eccedenze di entrate correnti rispetto alle spese correnti aumentate delle quote capitali di ammortamento dei prestiti;
- c) entrate derivanti dall'alienazione di beni e diritti patrimoniali, riscossioni di crediti, proventi da concessioni edilizie e relative sanzioni;
- d) entrate derivanti da trasferimenti in conto capitale dello Stato, delle Regioni, da altri interventi pubblici e privati finalizzati agli investimenti, da interventi finalizzati da parte di organismi comunitari e internazionali;
- e) avanzo di amministrazione, nelle forme disciplinate dall'articolo 187;
- f) mutui passivi;

---

<sup>7</sup> Per quanto riguarda la disciplina relativa all'emissione di prestiti obbligazionari si rimanda al paragrafo 2.5 di questo capitolo.

<sup>8</sup> Corrispondente all'art. 42, D.Lgs. 25 febbraio 1995, n. 77, ora abrogato.

g) altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge.

a) Le *entrate correnti* (titoli I, II e III) sono destinate normalmente al finanziamento delle spese correnti (titolo I) e al rimborso dei prestiti (titolo III). In alcune ipotesi, specificamente previste dalla legge, le entrate correnti devono finanziare le spese in conto capitale.

Ad esempio, i proventi derivanti dalle sanzioni per violazioni del codice della strada devono essere destinati al miglioramento della viabilità, della segnaletica, della circolazione in generale; i proventi derivanti dal servizio fognature e depurazione devono essere utilizzati per la costruzione di nuovi impianti o per l'adeguamento di quelli esistenti.

b) Quando vi è un *avanzo nella gestione di parte corrente*, causato dal fatto che le spese correnti aumentate delle quote capitali di ammortamento dei prestiti sono complessivamente inferiori rispetto alle entrate correnti, tale differenza positiva può attivare spese di investimento con piena discrezionalità di scelta per l'amministrazione dell'ente. Non è invece possibile l'operazione inversa, cioè quella di finanziare spese correnti con mezzi straordinari di bilancio, ossia con le entrate dei titoli IV e V.

In realtà l'ipotesi prevista dalla lettera b) dell'art. 199 del Tuel si verifica raramente nei bilanci degli enti locali, a causa delle difficoltà della finanza pubblica.

c) Le *entrate derivanti dall'alienazione di beni e diritti patrimoniali* devono considerarsi una fonte di finanziamento a cui ricorrere in casi eccezionali. Eccessive alienazioni di tali beni e diritti, infatti, potrebbero condurre all'impoverimento patrimoniale dell'ente. Tuttavia, le cessioni possono considerarsi utili ed adeguate nei casi in cui riguardano beni non destinati ad uso pubblico.<sup>9</sup>

d) Lo Stato, L'Unione europea e gli altri enti pubblici possono intervenire a finanziare investimenti realizzati dagli enti locali. L'intervento si concretizza mediante un trasferimento monetario caratterizzato dal vincolo di destinazione. Generalmente, infatti, la concessione di un trasferimento in conto capitale è

---

<sup>9</sup> Cfr. Trudu M. (2005), *Gli strumenti di finanza innovativa per gli enti locali*, Ipsa, p.18.

legata alla realizzazione di una determinata opera pubblica, nel rispetto di quanto stabilito nell'atto di concessione<sup>10</sup>.

e) L'eventuale *avanzo di amministrazione*<sup>11</sup> può essere utilizzato, ai sensi dell'art. 187 del Tuel, per finanziare spese di investimento.

Nel bilancio di previsione si terrà conto dell'avanzo di amministrazione presunto a seguito della redazione del verbale di chiusura della situazione contabile relativo all'ultimo esercizio finanziario. L'utilizzazione dell'avanzo può avvenire solo dopo l'approvazione del conto consuntivo dell'esercizio precedente. Soltanto i fondi contenuti nell'avanzo aventi specifica destinazione e derivanti da accantonamenti effettuati con l'ultimo consuntivo approvato sono immediatamente utilizzabili.

In sintesi, gli enti locali possono finanziare i propri investimenti facendo ricorso a fonti interne (avanzi di bilancio, entrate correnti destinate per legge agli investimenti, entrate da alienazioni, riscossioni crediti, proventi da concessioni edilizie e relative sanzioni), a fonti esterne (trasferimenti in conto capitale dell'Unione Europea, dello Stato e delle Regioni), all'assunzione di mutui contratti con istituti di credito appartenenti sia al settore pubblico che al privato e, infine, all'emissione dei prestiti obbligazionari.

Da ultimo, va segnalato che, con la legge finanziaria per l'anno 2005, è stata concessa agli enti locali la facoltà, per la realizzazione di investimenti, di reperire mezzi finanziari mediante lo strumento delle aperture di credito in conto corrente. In particolare, è necessario definire dettagliatamente la natura delle spese da finanziare e, se necessario, sulla base della tipologia dell'investimento, dare atto dell'avvenuta approvazione del progetto o dei progetti definitivi o esecutivi.

---

<sup>10</sup> Il trasferimento monetario finalizzato alla costruzione di opere pubbliche può avvenire, oltre che ad opera di soggetti pubblici, anche ad opera di soggetti privati.

A seconda del soggetto che eroga il contributo, si distinguono:

- trasferimenti in conto capitale dello Stato;
- trasferimenti in conto capitale delle regioni;
- entrate derivanti da altri interventi pubblici o privati finalizzati agli investimenti;
- entrate derivanti da interventi finalizzati da parte di organismi comunitari.

Cfr. Meola A. e Antonelli R. (2005), *Strategia finanziaria e finanza innovativa nell'Ente Locale*, Maggioli Editore, pp.100-101.

<sup>11</sup> L'avanzo di amministrazione è pari alla somma tra Fondo Cassa (somme giacenti presso il tesoriere) e Residui Attivi (crediti vantati dall'ente, accertati e non ancora riscossi, relativi ad esercizi finanziari precedenti). A tale risultato vanno sottratti i Residui Passivi (debiti contratti dall'ente, impegnati e non ancora pagati, relativi ad esercizi finanziari precedenti).

L'apertura di credito in conto corrente è un prestito erogato dalla banca in funzione degli stati di avanzamento dei lavori. A differenza dei mutui, gli interessi gravano sull'ente locale solo per il capitale effettivamente erogato e non per l'intero importo del finanziamento.

Pertanto, l'ente locale dovrà utilizzare il capitale ottenuto sulla base dei documenti giustificativi della spesa ovvero sulla base degli stati di avanzamento dei lavori.

L'operazione è analiticamente disciplinata dalla legge n. 88 del 31 maggio 2005, con la quale è stato sostituito il precedente art. 205-*bis* del Tuel.

Affinché non siano nulli, i contratti di apertura di credito devono essere stipulati in forma pubblica. Per la decisione di contrarre aperture di credito l'organo competente è il Consiglio Comunale o Provinciale.

La banca può erogare il finanziamento in un'unica soluzione o mediante versamenti parziali sulla base delle richieste dell'ente. In ogni caso, la banca è tenuta ad erogare l'intero importo nell'arco temporale massimo di tre anni dal momento della contrazione dell'apertura di credito.<sup>12</sup>

L'ammortamento del prestito deve avere una durata non inferiore a cinque anni con decorrenza dal 1° gennaio o dal 1° luglio successivi alla data dell'erogazione. Inoltre, le rate di ammortamento devono essere comprensive, fin dal primo anno, della quota capitale e della quota interessi.

Il tasso massimo applicabile alle aperture di credito è stabilito con apposito decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro dell'interno.

Infine, le aperture di credito sono soggette, al pari delle altre forme di indebitamento, al monitoraggio di cui all'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001, n. 448, nei termini e nelle modalità previsti dal relativo regolamento di attuazione, di cui al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 1° dicembre 2003, n. 389.

---

<sup>12</sup> I fondi non utilizzati nei tre anni possono formare oggetto di gestione attiva della liquidità, al fine di ridurre il costo degli interessi a carico dell'ente.

## 2.3 Le fonti di finanziamento tradizionali

### 2.3.1 I mutui

I mutui costituiscono lo strumento di indebitamento più utilizzato dalla pubblica amministrazione per la realizzazione di investimenti.

Il mutuo è un finanziamento a medio-lungo termine, erogato da un istituto di credito, generalmente in un'unica soluzione e assistito da garanzie reali e/o personali. Il mutuo può essere rimborsato in un'unica soluzione o attraverso il pagamento di rate periodiche comprensive di una quota del capitale e di una quota degli interessi maturati sul capitale residuo<sup>13</sup>.

Le amministrazioni pubbliche possono contrarre mutui sia con la Cassa Depositi e Prestiti sia con altri intermediari finanziari.

Indipendentemente dal canale di credito, privato o pubblico, prescelto, l'assetto normativo evidenzia alcuni principi fondamentali.

In primo luogo, è necessario rispettare il limite di indebitamento. Tale limite si sostanzia, per comuni e province, nella possibilità di deliberare nuovi mutui soltanto se l'importo annuale degli interessi sommato a quello dei mutui precedentemente contratti, a quello dei prestiti obbligazionari emessi e a quello derivante dalla prestazione di garanzie fideiussorie, al netto dei contributi statali e regionali in conto interessi, non supera il 12% delle entrate relative ai primi tre titoli del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene deliberata l'assunzione del mutuo. Nel caso delle Regioni, il limite è fissato nella misura del 25% dell'ammontare complessivo delle entrate tributarie non vincolate.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Le quote dipendono dal piano di ammortamento concordato con l'ente finanziatore, che può prevedere il rimborso del prestito a rate posticipate decrescenti comprensive di quote di capitale costanti e quote di interesse decrescenti pagate sul debito residuo oppure a rate posticipate costanti comprensive di quote di capitale crescenti e di quote di interessi decrescenti. La scadenza dei rimborsi può essere mensile, trimestrale, semestrale o annuale. Se il mutuo è a tasso variabile l'andamento delle quote dipenderà dall'andamento del tasso di interesse.

<sup>14</sup> Al riguardo, occorre precisare che, ai sensi dell'art. 73 comma 9 del disegno di Legge finanziaria per il 2007, il limite di indebitamento di cui all'articolo 10, della legge 16 maggio 1970, n. 281, come modificato dall'articolo 23, comma 1, del decreto legislativo 28 marzo 2000, n. 76 è ridotto dal 25% per cento al 20%.

Le rate di ammortamento devono essere comprensive, già dal primo anno, di una quota capitale e di una quota interessi. Le rate devono decorrere dal 1° gennaio del primo o del secondo anno successivo a quello dell'assunzione del mutuo stesso.

Gli importi possono essere erogati ed utilizzati soltanto sulla base di documenti giustificativi della spesa ovvero sulla base dello stato di avanzamento dei lavori.

Il mutuo può essere stipulato solo dopo l'approvazione del rendiconto dell'esercizio del penultimo anno precedente e la deliberazione del bilancio di previsione nel quale siano incluse le relative previsioni.

È, infine, obbligatorio redigere un piano economico-finanziario finalizzato ad accertare l'equilibrio economico e finanziario dell'investimento e della relativa gestione.

Relativamente alla scelta del canale di credito, se si tiene conto del fatto che le aziende pubbliche, per anni, non si sono dovute preoccupare né di avere risorse limitate né di vincoli all'indebitamento, si intuisce perché gli enti territoriali, fino ai primi anni '90 abbiano utilizzato il mutuo quale strumento per la copertura dei loro investimenti ed abbiano trovato nella Cassa Depositi e Prestiti il loro principale interlocutore.

In altre parole, gli enti territoriali non si preoccupavano di procedere ad una valutazione comparativa né degli strumenti di finanziamento né delle condizioni applicate dagli enti finanziatori.

Fino al 1990, la Cassa Depositi e Prestiti ha detenuto un monopolio sui finanziamenti concessi agli enti territoriali in virtù del vincolo che imponeva agli enti pubblici di richiedere alla Cassa un'autorizzazione preventiva per poter ricorrere al sistema bancario. Con il decreto legge n. 310 del 1990, tale vincolo viene eliminato e il sistema bancario ha iniziato ad interagire in maniera costante con le amministrazioni pubbliche.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> La Cassa depositi e prestiti venne costituita con la legge n. 1097 del 1850, con la funzione di ricevere depositi quale luogo di "fede pubblica".

Sulla base di quanto accadeva in Inghilterra, nel 1870 si propose di utilizzare il risparmio raccolto dalle Casse di Risparmio Postale per finanziare le opere infrastrutturali delle amministrazioni locali. Con la legge n. 1.398 del 1928, si riconosceva alla Cassa depositi e prestiti la possibilità di destinare i fondi raccolti attraverso i buoni postali al finanziamento delle spese di investimento di comuni, province, consorzi e istituti di istruzione e beneficenza.

Nel 1983, viene riconosciuta all'istituto piena autonomia e nel 1993, con il D.L. 8/93 art. 22 convertito in L. 68/93, le viene riconosciuta una propria personalità giuridica, separata da quella dello Stato.

Nel 1999, si procede ad un riordino dell'assetto organizzativo e funzionale dell'Istituto (D.Lgs. 284/99). Viene ribadita la natura della Cassa quale amministrazione dello Stato, dotata di propria personalità giuridica e di autonomia ordinamentale, organizzativa, patrimoniale e di bilancio, svolgente attività di interesse economico generale.

Dagli inizi degli anni '90, pertanto, il legame tra enti territoriali e Cassa Depositi e Prestiti è diventato meno stretto mentre si sono intensificati i rapporti con gli operatori del sistema bancario. Si deve tuttavia sottolineare che mentre questo processo ha interessato gli enti di maggiori dimensioni, i comuni più piccoli continuano a contrarre i loro mutui prevalentemente con la Cassa Depositi e Prestiti. Ciò si evince dai dati divulgati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – Dipartimento del Tesoro e raccolti nell'ambito dell'attività di monitoraggio del debito delle amministrazioni pubbliche prescritta dall'art. 41 della legge n. 448 del 2001<sup>16</sup>. I dati<sup>17</sup> riguardano la totalità delle Regioni, l'83% delle province, il 98% dei comuni capoluogo e il 65% dei comuni non capoluogo.

Come evidenzia la Tabella 2.1, complessivamente gli enti territoriali hanno contratto mutui in pari misura con la Cassa Depositi e Prestiti e con il sistema bancario. Tuttavia, ad un'analisi per comparti la situazione si presenta assai differenziata. In particolare, nel caso delle regioni i mutui con la Cassa Depositi e Prestiti rappresentano circa il 9% del totale mentre per i comuni di minori dimensioni essi rappresentano

---

Per il finanziamento delle proprie funzioni, la Cassa può utilizzare i fondi provenienti dai depositi delle amministrazioni statali, regionali, locali e dai privati; i fondi raccolti attraverso il sistema postale (mediante libretti di risparmio, buoni fruttiferi e altri prodotti finanziari garantiti dallo Stato); i capitali reperiti mediante operazioni di indebitamento.

Il 12 dicembre 2003 la Cassa depositi e prestiti è stata trasformata in società per azioni (D.L. 30 settembre 2003, n. 269), per adeguarla ai profondi cambiamenti del quadro normativo e istituzionale dei suoi mercati di riferimento, potenziandone la capacità d'azione e rendendo più flessibile e funzionale la gestione operativa (D.M. Economia e Finanze 5 dicembre 2003).

L'attività della Cassa è incardinata in due distinti rami di azienda. Il primo, denominato "gestione separata", persegue una missione di interesse economico generale. Esso gestisce il finanziamento degli investimenti dello Stato, delle regioni, degli enti locali, degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico. In questa attività, l'istituto si impegna a rispettare i principi di accessibilità, uniformità di trattamento, predeterminazione e non discriminazione, trasparenza ed economicità, adottando un sistema di contabilità separata. La raccolta del risparmio postale, garantito dallo Stato, continuerà a rappresentare la maggiore fonte di provvista. I poteri di indirizzo e di vigilanza, anche regolamentari, restano al Ministero dell'Economia e delle Finanze. Per questo ramo di attività, il controllo è affidato alla Commissione Parlamentare di Vigilanza.

Il secondo ramo, denominato "gestione ordinaria", è preposto al finanziamento di opere, di impianti, di reti e di dotazioni destinati alla fornitura di servizi pubblici e alle bonifiche. Allo scopo la Cassa può raccogliere fondi con l'emissione di titoli, l'assunzione di finanziamenti e altre operazioni finanziarie, senza garanzia dello Stato; è preclusa la raccolta di fondi a vista.

Cfr. Nigro M. (2001), "L'evoluzione della Cassa depositi e prestiti: modalità e nuovi strumenti finanziari", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini; Falcone G. (2003), "La trasformazione della Cassa depositi e prestiti in SpA", in *Azienditalia Finanza e Tributi*, n.20.

<sup>16</sup> Secondo quanto previsto dal regolamento di attuazione della legge 448/2001, oggetto di monitoraggio sono i mutui, le emissioni obbligazionarie, le anticipazioni bancarie, le operazioni di cartolarizzazione e gli strumenti derivati. Gli enti pubblici devono trasmettere al Ministero dell'Economia e delle Finanze i dati su base trimestrale.

<sup>17</sup> Presentati da Dora de Simone (Risk Management – Direzione Debito Pubblico – Dipartimento del Tesoro – Ministero delle Finanze) nella relazione "La gestione del debito degli enti territoriali e la rinegoziazione dei mutui con oneri a carico dello Stato" nell'ambito del Convegno "Enti territoriali e Mercato dei capitali" tenutosi nel corso del Forum PA 2005, Roma, 10 maggio 2005.

l'87,6% e per le province il 72,8%. In mezzo si collocano i comuni capoluogo che ricorrono alla Cassa DD.PP. per il 38,6% dei loro mutui.

**Tab. 2.1 – Mutui degli enti territoriali al 31.03.2005**

	Regioni	Province	Comuni capoluogo	Comuni non capoluogo	TOTALE
Mutui con il sistema bancario	12.747.880.355,01	1.006.594.800,74	8.662.907.264,10	1.557.908.113,22	<b>23.975.290.533,07</b>
Mutui Cassa DD.PP.SPA	1.252.680.000,00	2.700.420.000,00	5.443.910.000,00	11.062.790.000,00	<b>20.459.800.000,00</b>
<b>TOTALE</b>	<b>14.000.560.355,01</b>	<b>3.707.014.800,74</b>	<b>14.106.817.264,10</b>	<b>12.620.698.113,22</b>	<b>44.435.090.533,07</b>

Fonte: Dati comunicati dagli Enti e dalla Cassa Depositi e Prestiti al Ministero dell'Economia e delle Finanze e presentati in: de Simone D., "La gestione del debito degli enti territoriali e la rinegoiazione dei mutui con oneri a carico dello Stato" – relazione presentata nell'ambito del Convegno *Enti territoriali e Mercato dei capitali* tenutosi nel corso del Forum PA 2005, Roma, 10 maggio 2005.

Il maggiore ricorso di regioni e comuni capoluogo al sistema bancario fa pensare che questi enti, di maggiori dimensioni e dotati di una più sofisticata funzione finanza, abbiano riscontrato una maggiore convenienza nelle condizioni applicate da istituti di credito diversi dalla Cassa Depositi e Prestiti. Al fine di confermare o smentire tale supposizione, sarebbe necessario considerare i tassi applicati dalla Cassa e dagli istituti di credito che più massicciamente finanziano gli enti territoriali. In particolare, si dovrebbero considerare i tassi di interesse applicati da Banca O.P.I., Dexia Crediop S.p.A., Unicredit Banca d'impresa e Monte dei Paschi di Siena.<sup>18</sup> Tuttavia, mentre la

<sup>18</sup> La scelta di tali istituti di credito è stata determinata dai risultati dell'indagine sui mutui degli enti territoriali condotta dalla Ragioneria Generale dello Stato. Nel rapporto si rileva che, nel corso del 2004, nel caso delle Regioni «per quanto riguarda il canale privato, l'apporto creditizio complessivo di 1.026 milioni di euro è stato fornito in modo consistente dalla Banca O.P.I. con 430 mln di euro, dalla Dexia Crediop S.p.A. con 303 mln e da Unicredit Banca d'Impresa con 281 mln di euro»; nel caso degli enti locali «si è ulteriormente consolidato il ruolo dell'intermediazione privata, ad opera soprattutto dell'O.P.I., della Dexia Crediop S.p.A. e del Monte dei Paschi di Siena».

Cassa Depositi e Prestiti rende note le condizioni applicate ai prestiti concessi agli enti pubblici (vedi Tab. 2.2), il canale privato non fornisce questo tipo di informazioni. Si potrebbe supporre che gli istituti di credito applichino condizioni differenti a seconda della solvibilità dell'ente richiedente e che gli enti di maggiori dimensioni presentino un grado di solvibilità maggiore rispetto agli enti di piccole dimensioni.

Tuttavia, appare forse più ragionevole ipotizzare che gli enti più piccoli abbiano una gestione finanziaria poco sofisticata che non si occupa di svolgere un'attenta selezione degli istituti di credito al fine di rivolgersi a quello che applica le migliori condizioni, ma che continua a rivolgersi quasi automaticamente alla Cassa depositi e prestiti.

**Tab. 2.2 - Cassa depositi e prestiti S.p.A.. Condizioni dei prestiti valide dal 15.09.2006 al 22.09.2006**

Durata Ammortamento	Prestito Ordinario con inizio ammortamento al 01/01/07		Prestito Flessibile	
	Tasso Fisso	Tasso variabile (Spread su media Euribor 6m)	con inizio ammortamento al 01/01/10	con inizio ammortamento al 01/01/11
Spread Unico*				
5	3,917	0,061	-	-
10	4,013	0,081	0,129	0,139
15	4,125	0,098	0,155	0,165
20	4,246	0,109	0,183	0,194
25	4,330	0,139	0,213	0,224
30	4,376	0,152	-	-

\* Applicabile sia nel regime di interessi a tasso variabile sia in quello a tasso fisso

Fonte: Cassa Depositi e Prestiti – sito internet

---

Cfr. MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE - Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato - Ispettorato Generale per la Finanza delle Pubbliche Amministrazioni, *Indagine sui mutui contratti dagli enti territoriali per il finanziamento degli investimenti. Anno 2004*, Pubblicato nel Febbraio 2006, pp. VI e XIX.

### *La procedura di accensione dei mutui con la Cassa Depositi e Prestiti*

La Cassa Depositi e Prestiti può finanziare, mediante prestiti con specifica destinazione, lo Stato, gli enti territoriali, gli enti pubblici e gli organismi di diritto pubblico per la realizzazione di qualsiasi investimento, quali ad esempio opere pubbliche; conferimenti o partecipazioni di capitale a S.p.A. o S.r.l. costituite in base alle facoltà concesse ai medesimi enti mutuatari dalla legislazione vigente; interventi consentiti da norme comunitarie, statali e regionali.

Nel caso di opere pubbliche, sono finanziabili tutte le spese che concorrono a determinare il costo dell'opera, purché le stesse risultino previste nel quadro economico progettuale (originario o aggiornato), che non siano esplicitamente escluse da norme e che non abbiano natura risarcitoria.

La Cassa Depositi e Prestiti offre prestiti di durata compresa, di norma, tra 5 e 30 anni.

Relativamente alle tipologie di prestito, attualmente la scelta è tra:

- *prestiti ordinari a tasso di interesse fisso*, per i quali sono previsti tassi di interesse differenziati in ragione della durata e della decorrenza dell'ammortamento;
- *prestiti ordinari a tasso di interesse variabile*, indicizzato alla media EURIBOR a sei mesi e incrementato di una maggiorazione determinata in funzione della durata dell'ammortamento;
- *prestiti flessibili*, con la possibilità di passare dal tasso variabile al tasso fisso ad una maggiorazione determinata in funzione della durata dell'ammortamento e del preammortamento.

Le condizioni dei prestiti sono determinate settimanalmente.

I prestiti della Cassa depositi e prestiti possono essere garantiti con provvedimento di garanzia emesso in base a legge regionale o con la cessione di contributi in semestralità o annualità, concessi dallo Stato o dalle regioni per favorire determinati investimenti.

La Cassa può rilasciare, esclusivamente agli enti locali che ne facciano richiesta, una manifestazione di interesse a concedere uno o più prestiti destinati al finanziamento degli investimenti indicati dagli stessi enti.

I singoli prestiti sono concessi, previa verifica del possesso in capo all'ente richiedente dei requisiti imposti dalla legge per le operazioni di indebitamento, alle

condizioni economiche applicate ai prestiti dalla Cassa secondo le procedure operanti al momento della contrazione.

La concessione di ciascun prestito è in ogni caso subordinata all'approvazione da parte dei competenti organi della Cassa.

La fase istruttoria inizia con la presentazione da parte dell'ente della domanda di prestito che deve contenere la quantificazione del fabbisogno finanziario e l'indicazione dell'investimento da finanziare e delle caratteristiche del prestito richiesto (tipologia, durata ammortamento e preammortamento, e decorrenza) e si conclude con l'eventuale affidamento dell'ente.

Ottenuto l'affidamento, l'erogazione del prestito avviene in una o più soluzioni, a partire dalla data di perfezionamento del contratto e con le modalità e le finestre temporali previste per ogni tipologia di Prestito.

Le somme erogate sono versate direttamente, mediante bonifico, nel conto corrente bancario intestato all'ente, indicato nel contratto di prestito.

Nel caso di opere, sono erogabili tutte le spese previste nel quadro economico progettuale (originario o aggiornato), che non siano esplicitamente escluse da norme di legge o regolamentari e non abbiano natura risarcitoria.

### ***2.3.2 I prestiti obbligazionari***

La prima normativa che autorizzava i comuni all'emissione di titoli risale al 1923 ed era contenuta nel Regio decreto n. 1803 "Autorizzazione ai comuni ed alle provincie di contrarre mutui all'estero e di emettere obbligazioni da collocare all'estero".<sup>19</sup> La possibilità di emettere titoli negoziabili da parte di enti locali fu successivamente ribadita nel testo unico della legge comunale e provinciale del 1934. Nonostante tali previsioni normative, l'utilizzo dell'emissione obbligazionaria quale strumento di raccolta fondi da parte degli enti locali è stato tuttavia abbastanza limitato fino a cessare definitivamente nei primi anni '70 a causa della stringente normativa che seguì alla grande crisi della

---

<sup>19</sup> In realtà anche gli stati preunitari ricorsero ai prestiti obbligazionari. A livello nazionale, la prima norma organica in materia è rappresentata dalla legge del 1865 sull'unificazione amministrativa del regno. Cfr. Belli F., Mazzini F., (1996), "La normativa sui prestiti obbligazionari degli enti locali", *Studi e Note di Economia*, n.3.

finanza locale. Da allora, per circa un ventennio e fino all'approvazione, nel 1990, della legge di riforma delle autonomie locali non si è più sentito parlare di obbligazioni comunali o provinciali.

Per quanto riguarda le regioni, l'art.10 della legge n. 281 del 1970 prevedeva la possibilità di ricorrere a forme di finanziamento costituite da mutui e obbligazioni. In particolare, con tale articolo si consentiva alle regioni di contrarre mutui e di emettere obbligazioni purché le relative entrate venissero destinate a spese di investimento o ad assumere partecipazioni in società finanziarie regionali cui partecipano altri enti pubblici e il cui oggetto rientri nelle materie di competenza regionale ordinaria o delegata dallo stato.

In concreto, però, in assenza di norme di dettaglio, anche per le regioni, occorre attendere la metà degli anni '90 per le prime emissioni obbligazionarie.

La legge n. 142/1990, all'art. 32, aveva previsto la possibilità, per gli enti territoriali, di emettere prestiti obbligazionari e ne aveva attribuito la competenza decisionale all'organo consiliare degli enti. Ma, in assenza di norme di dettaglio, solo nel 1994 con la legge n. 724 (legge finanziaria per il 1995), artt. 35 e 37, e con il regolamento attuativo recante le norme per l'emissione di titoli obbligazionari, disposto dal decreto del Ministero del Tesoro 5 luglio 1996, n. 420, si giunse ad una regolamentazione delle emissioni obbligazionarie degli enti territoriali.

A partire dal 1994, numerose norme hanno avuto ad oggetto le emissioni di prestiti obbligazionari da parte degli enti territoriali (v. Tab. 2.3) e ciò testimonia l'importanza assunta da questo strumento nell'attività di funding degli enti.

Ai sensi dell'art. 35 della Legge 724/94, i Comuni, le Province, le Unioni di Comuni, le Città metropolitane, le comunità montane, i consorzi tra enti locali territoriali e le Regioni possono deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari destinati esclusivamente al finanziamento degli investimenti.

È obbligatorio individuare l'investimento da finanziare in quanto, ai sensi dell'art. 1 del Decreto 420/96, la delibera di approvazione del prestito è subordinata alla preventiva approvazione del progetto o del piano esecutivo dell'investimento.

**Tab. 2.3 – L’emissione dei prestiti obbligazionari: riferimenti normativi**

<b>Riferimenti</b>	<b>Contenuto</b>
Regio decreto 1.803 del 1923	Autorizzazione ai comuni ed alle province ad emettere obbligazioni da collocare all'estero
Testo unico della legge comunale e provinciale del 1934	Viene ribadita la facoltà concessa ai comuni e alle province di emettere obbligazioni
Legge n. 281 del 1970 – art. 10	Si prevede la possibilità di ricorrere a forme di finanziamento costituite da mutui e obbligazioni
Legge n. 142/1990 - art. 32	Si prevede la possibilità, per gli enti territoriali, di emettere prestiti obbligazionari e se ne attribuisce la competenza decisionale all’organo consiliare degli enti.
Legge n. 724 del 1994 - artt. 35 e 37 e Decreto del Ministero del Tesoro 5 luglio 1996, n. 420	Si giunge ad una regolamentazione delle emissioni obbligazionarie degli enti territoriali.
D. Lgs. n. 239 del 1996; Circolare 360/E del 23 settembre '96, modificata dall’articolo 27 del Collegato Fiscale alla Finanziaria 2000 (L. 342/00)	Retrocessione dell’imposta agli enti territoriali
D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 (Testo Unico degli Enti Locali)	Tra le Fonti di finanziamento degli Enti Locali sono esplicitamente previsti i prestiti obbligazionari
Circolare F.L. 23/2002 del 31 ottobre 2002	Titoli obbligazionari emessi da regioni ed Enti Locali: retrocessione di parte dell’imposta sostitutiva applicata ai proventi
Legge 342 del 2000 - art. 27	Retrocessione del 50% dell’imposta agli enti territoriali
Legge 448 del 2001 – art. 41 c. 3	Gli enti territoriali possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell’emissione o dell’accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l’ammortamento del debito
D.M. 389 del 2003	Regolamento di accesso al mercato dei capitali da parte degli enti territoriali

Fonte: Ns. elaborazione

### *Caratteristiche tecniche*

Il prestito obbligazionario può essere finalizzato esclusivamente alla realizzazione di investimenti: è fatto esplicito divieto di emettere prestiti obbligazionari per finanziare spese di parte corrente<sup>20</sup>. Il suo importo deve essere al massimo pari al valore dell'investimento a cui si riferisce. Non è possibile emettere un prestito per un valore nominale superiore, finanziando per la differenza investimenti ulteriori o spese correnti. L'importo del prestito può coprire parzialmente l'investimento, ma in questo caso la delibera di emissione deve evidenziare in modo dettagliato le fonti di finanziamento integrative che possono essere costituite, ad esempio, da entrate proprie, contributi regionali, ecc.

I bond emessi dagli enti territoriali presentano le stesse caratteristiche generali dei titoli di Stato e delle obbligazioni emesse dalle società private. Fanno eccezione alcune peculiarità espressamente previste dalla normativa quali: a) importo nominale del prestito non superiore all'ammontare dell'investimento da realizzare; b) durata del prestito non inferiore a 5 anni; c) cedola d'interesse pagabile con periodicità trimestrale, semestrale o annuale e con tasso fisso o variabile. Il rendimento delle obbligazioni, comunque, non può essere superiore dell'1% rispetto a quello dei corrispondenti titoli di Stato, al fine di evitare il c.d. "effetto di spiazzamento".

Le emissioni obbligazionarie sono precluse agli enti in stato di dissesto o in situazioni strutturalmente deficitarie, fatte salve le norme che dispongono delle deroghe al divieto di indebitamento. Ulteriori condizioni per procedere all'emissione riguardano la situazione finanziaria dell'ente. In particolare è necessario che il consuntivo del penultimo esercizio precedente a quello di emissione non presenti un disavanzo di amministrazione, oltre al rispetto del limite di indebitamento.

L'emissione e il collocamento devono essere gestiti da intermediari finanziari autorizzati dalla normativa nazionale e comunitaria (banche e società di Intermediazione Mobiliare). A fronte dell'attività di collocamento l'intermediario ha diritto a percepire una commissione che non potrà essere superiore allo 0,50% del valore del prestito sottoscritto (articolo 12 del D.M.T. 420/96).

---

<sup>20</sup> La Legge finanziaria per il 2002 (L. 448/2001) all'art. 41 ha previsto la possibilità di emettere obbligazioni per il rifinanziamento o la conversione di mutui accessi a tassi di interesse più elevati.

L'emissione dei prestiti obbligazionari può avvenire con diverse modalità di sottoscrizione.

I titoli possono essere collocati dagli intermediari finanziari con Offerta Pubblica di Vendita direttamente al pubblico degli investitori. In tale ipotesi, i cittadini possono direttamente sottoscrivere le obbligazioni emesse dall'ente locale, su cui ricade però il rischio di non collocare una parte del prestito.<sup>21</sup>

Le obbligazioni possono essere collocate, inoltre, con un'emissione c.d. "a garanzia". In questo caso i titoli rimasti "inventuti", successivamente ad un'offerta pubblica, sono acquistati direttamente da un istituto di credito che garantisce comunque il buon fine dell'operazione di collocamento.

Infine, il prestito obbligazionario può essere interamente sottoscritto da uno o più istituti di credito (emissione c.d. "a fermo"). In questa ipotesi nessun rischio di "inventuto" grava sull'ente locale. In questa ipotesi non si configura una sollecitazione del pubblico risparmio poiché l'offerta è rivolta esclusivamente ad un investitore professionale, che si suppone sia in grado di valutare la tipologia dei titoli ed il merito di credito dell'emittente. Pertanto, in questo caso, non è necessario redigere il prospetto informativo e diffondere la nota informativa sintetica.<sup>22</sup>

Per quanto riguarda il prezzo di emissione, fino al 2001, sulla base della Legge n. 724 del 1994, gli enti territoriali hanno potuto emettere obbligazioni soltanto alla pari. L'art. 41 della Legge 448/2001 ha invece previsto l'emissione di titoli sotto la pari.

Resta preclusa la possibilità di emissione sopra la pari onde evitare che con la differenza si finanzino spese di parte corrente.

Gli enti possono emettere titoli anche in valuta estera. In questo caso, però, è necessario che la deliberazione consiliare preveda copertura del rischio di cambio

---

<sup>21</sup> Si tratta di un'operazione di collocamento ai sensi del D.Lgs. 58/98 in cui l'intermediario su incarico dell'emittente offre al pubblico strumenti finanziari a condizioni di prezzo e di tempo predeterminate.

L'emissione in questo caso è soggetta alle disposizioni in materia di offerta al pubblico di valori mobiliari e di sollecitazione del pubblico risparmio e prevede la predisposizione e il deposito presso la Consob del prospetto informativo nonché la diffusione presso i risparmiatori della nota informativa sintetica, documenti con i quali vengono forniti elementi di valutazione sulla situazione finanziaria dell'emittente e sulle caratteristiche dei titoli. Il prospetto informativo deve contenere anche la precisa indicazione che il prestito non è assistito da alcuna garanzia a carico dello Stato.

<sup>22</sup> Ad oggi la sottoscrizione a fermo rappresenta il sistema più utilizzato dagli Enti Locali, anche per i tempi ridotti previsti per la concessione del finanziamento. I tempi si allungano nell'ipotesi di Offerta pubblica di vendita, in quanto è necessario rispettare i giorni previsti per l'approvazione del prospetto informativo da parte della Consob. Cfr. Meneguzzo e articolo Il Sole 24 Ore

mediante contratto *swap* e indichi il costo effettivo sopportato dall'ente comprensivo del costo della copertura.

Per quanto riguarda le modalità di rimborso, la restituzione del capitale può avvenire con modalità diverse. In una prima ipotesi (ammortamento c.d. francese) sin dalla prima cedola, l'ente locale provvede al pagamento degli interessi unitamente alla restituzione di una parte del capitale (in questo caso l'importo degli interessi decresce in funzione del capitale rimborsato).

È prevista anche la possibilità di effettuare un rimborso anticipato del prestito obbligazionario ancora da estinguere. Il rimborso anticipato può essere effettuato con fondi provenienti esclusivamente dalla dismissione di cespiti patrimoniali disponibili.

La legge n. 448/2001 (legge finanziaria per il 2002) ha consentito agli enti territoriali di emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito.<sup>23</sup> Si tratta dell'introduzione della modalità di ammortamento *bullet*, ossia del rimborso graduale della cedola interessi e rimborso in un'unica soluzione del capitale alla scadenza. In considerazione dell'enorme rischio insito in una operazione che impone, solo alla fine dell'ammortamento del prestito, l'esborso dell'intero prestito sottoscritto, il legislatore ha voluto imporre la creazione di un fondo di ammortamento che consenta di accantonare le somme necessarie per la restituzione finale.

La normativa tributaria nazionale prevede che il rendimento dei titoli obbligazionari sia assoggettato alla ritenuta del 12,50% a titolo d'imposta per le persone fisiche e a titolo d'acconto per le persone giuridiche. Fino al 2005, il gettito della ritenuta sugli interessi è affluito all'erario e il 50% di quel gettito è stato poi retrocesso agli enti territoriali emittenti i titoli obbligazionari. Dal 2006, a seguito delle disposizioni della legge finanziaria, non è più prevista la retrocessione dell'imposta sugli interessi dei bond agli enti emittenti.

---

<sup>23</sup> Tale *swap* (*amortizing swap*) consente di accantonare nel tempo, come previsto dalla normativa, le quote di capitale a garanzia del rimborso di tutti gli obbligazionisti a scadenza.

Lo *swap* di ammortamento può essere costituito da due componenti:

- uno scambio di flussi di quote capitale (obbligatorio)
- uno scambio di flussi di quote interessi (facoltativo).

Qualora lo scambio coinvolgesse anche la componente interessi a tasso fisso, il piano di rimborso risultante sarebbe equivalente a quello di un'emissione con ammortamento alla francese.

Per quanto riguarda la componente interessi è anche possibile prevedere un cambio di indicizzazione (ad esempio il passaggio dal tasso fisso al tasso variabile) in ottica di diversificazione.

La normativa prevede la possibilità di richiedere la quotazione dei titoli sui mercati regolamentati. In assenza di specifici divieti si ritiene che la quotazione possa essere richiesta sia in sede di sottoscrizione (tramite OPS, Offerta Pubblica di Sottoscrizione) che di successiva vendita (con OPV, Offerta Pubblica di Vendita).

L'emissione delle obbligazioni è soggetta a particolari norme autorizzatorie o di mera comunicazione. La Banca d'Italia deve autorizzare tutte le emissioni obbligazionarie di importo superiore ad € 5.164.569. Alla Consob deve essere inviato il prospetto informativo o la nota sintetica. Tali adempimenti, normalmente, sono a carico dell'intermediario finanziario che cura l'emissione ed il collocamento. A norma della D.M. 389/03 le operazioni d'importo superiore a 100 milioni di € devono essere precedute da una comunicazione al Ministero dell'Economia che ha facoltà di differirne il termine entro 10 giorni dal ricevimento della comunicazione. Lo stesso decreto prevede che tutti gli enti devono comunicare entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre al Ministero dell'Economia, l'ammontare dei titoli obbligazionari emessi.

Entro 30 giorni dal versamento presso il tesoriere dell'ente dell'importo del prestito sottoscritto, l'istituto emittente provvede al versamento del contributo una-tantum dello 0,1% a favore del bilancio dello Stato.<sup>24</sup>

L'ente locale, nell'ottica di una pianificazione strategica a livello di "gruppo economico locale" (ente locale ed aziende pubbliche partecipate), può emettere: a) titoli obbligazionari convertibili, alla scadenza, in azioni di una s.p.a. partecipata dall'ente locale; b) titoli obbligazionari cum warrant, che concedono al sottoscrittore la facoltà di acquistare azioni di una s.p.a. partecipata dall'ente locale, attribuendo in capo all'investitore il doppio ruolo di creditore dell'ente locale ed azionista della società pubblica locale.

È previsto il divieto di ogni forma di garanzia a carico dello Stato o delle regioni nel caso di emissioni di comuni e province. Tuttavia, quale forma di garanzia nei confronti dei creditori, è prevista, contestualmente all'emissione del prestito, la predisposizione di

---

<sup>24</sup> Per determinare il tasso effettivo del finanziamento, il tasso nominale annuo deve essere maggiorato, oltre che della commissione bancaria per l'emissione (max 0,5%), della quota una tantum, da versare allo Stato, pari allo 0,1% dell'ammontare del prestito.

Infine, la determinazione del tasso effettivo del finanziamento prevede l'abbattimento di una quota d'interesse per effetto dell'attività di reinvestimento delle risorse finanziarie derivanti dal prestito, interamente a disposizione dell'ente locale sin dalla fase di emissione.

un'apposita delegazione di pagamento da inviarsi al tesoriere dell'ente. In base alla delegazione, la banca tesoriera ha l'obbligo di versare l'importo dovuto ai creditori alle scadenze prescritte. In caso di ritardato pagamento sono dovuti da parte della banca tesoriera gli interessi di mora.

L'emissione obbligazionaria, quale fonte di finanziamento, presenta diversi vantaggi:

- utilizzo immediato del denaro proveniente dal collocamento delle obbligazioni dal momento che le somme riscosse sono depositate direttamente presso il Tesoriere dell'ente;
- relativa semplicità dell'operazione;
- costo del finanziamento relativamente contenuto rispetto ai mutui bancari e alla Cassa depositi e prestiti;
- implicazioni positive di immagine e di marketing nei confronti della collettività di riferimento e degli altri mercati;
- possibilità di sottoscrivere "a fermo" i titoli da parte della banca che assiste l'emittente con conseguente semplificazione del processo di collocamento dei titoli.

Il limite principale dell'emissione obbligazionaria locale (rispetto all'equivalente forma di finanziamento per le aziende private) è il vincolo di destinazione per la copertura di investimenti.

Non bisogna, infine, dimenticare le difficoltà dei Comuni di media/piccola dimensione ad utilizzare strumenti complessi che richiedono competenze e professionalità adeguate.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> A quest'ultima difficoltà alcuni Comuni hanno posto rimedio attraverso la stipula di convenzioni per la gestione associata dell'indebitamento.

## 2.4 Il rating degli enti territoriali

Il rating è una valutazione della capacità di un'azienda, pubblica o privata, di rimborsare il suo debito con puntualità alle scadenze prefissate. Il rating è un giudizio sintetico sul merito creditizio di soggetti prenditori di fondi.

Per gli enti territoriali, disporre di un rating significa avere una maggiore visibilità al fine di accedere con più facilità a forme alternative di finanziamento quali i prestiti obbligazionari anche mediante l'attrazione di investimenti esteri.

E infatti, parallelamente allo sviluppo del mercato dei Boc, Bop e Bor si è assistito ad un progressivo aumento degli enti territoriali che richiedono una valutazione di rating al fine di diffondere presso il pubblico degli investitori le informazioni riguardanti il loro merito di credito e la loro situazione finanziaria.

Il rating viene espresso da istituzioni indipendenti ed esterne mediante un codice alfanumerico di interpretazione immediata e valida a livello internazionale. In particolare, a ciascun codice alfanumerico è associato un certo grado di solvibilità, come si vede dalla Tabella seguente. Nella Tabella sono indicati i codici utilizzati dalle tre agenzie riconosciute a livello internazionale: Standard & Poor's, Moody's e Fitch Ratings. I codici sono raggruppati nelle categorie *investment grade* e *speculative grade*<sup>26</sup> e per ognuno di essi è indicata la probabilità di default<sup>27</sup> e il profilo di rischio.

Quando il rating si riferisce agli emittenti o a titoli con durata superiore ad un anno, esso è accompagnato da un altro indicatore (detto outlook che può essere "stabile", "positivo" o "negativo") che evidenzia la prospettiva dell'emittente o del titolo a mantenere un merito di credito stabile, in aumento o in diminuzione.

---

<sup>26</sup> La categoria *investment grade* raggruppa i rating assegnati a titoli o aziende ritenuti affidabili dagli investitori istituzionali. La classificazione di *investment grade* sottintende una qualità medio-alta dell'azienda e dello strumento finanziario.

La categoria *speculative grade*, invece, raggruppa i rating assegnati a titoli o aziende che presentano un elevato profilo di rischio.

<sup>27</sup> La probabilità di default è la probabilità che il cliente diventi insolvente e non onori le obbligazioni assunte.

Tab. 2.4 – Le scale di rating di Moody's, Standard&Poor's, Fitch Ratings

	Moody's	Standard&Poor's	Fitch Ratings	Probabilità di default (%)	Profilo di rischio	
<b>Investment Grade Superiore</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>	<b>AAA</b>	0,01	Minimo	Rischio di credito estremamente basso, capacità di rimborso del debito molto alta
	<b>Aa1</b>	<b>AA+</b>	<b>AA+</b>	0,02	Modesto	Rischio di credito molto basso, capacità di rimborso solida
	<b>Aa2</b>	<b>AA</b>	<b>AA</b>	0,03		
	<b>Aa3</b>	<b>AA-</b>	<b>AA-</b>	0,04		
	<b>A1</b>	<b>A+</b>	<b>A+</b>	0,05	Medio basso	Aspettativa bassa di rischio di credito, adeguata capacità di rimborso, ma influenzabile da eventuali cambiamenti della situazione economica e finanziaria.
	<b>A2</b>	<b>A</b>	<b>A</b>	0,07		
	<b>A3</b>	<b>A-</b>	<b>A-</b>	0,09		
<b>Investment Grade Inferiore</b>	<b>Baa1</b>	<b>BBB+</b>	<b>BBB+</b>	0,13	Accettabile	Capacità di rimborso adeguata, ma soggetta a cambiamenti connessi al ciclo economico.
	<b>Baa2</b>	<b>BBB</b>	<b>BBB</b>	0,18		
	<b>Baa3</b>	<b>BBB-</b>	<b>BBB-</b>	0,32		
<b>Speculative Grade Superiore</b>	<b>Ba1</b>	<b>BB+</b>	<b>BB+</b>	0,53	Accettabile con attenzione	Possibilità di rischio di credito soprattutto se la situazione economica non è favorevole.
	<b>Ba2</b>	<b>BB</b>	<b>BB</b>	0,93		
	<b>Ba3</b>	<b>BB-</b>	<b>BB-</b>	1,57		
<b>Speculative Grade Inferiore</b>	<b>B1</b>	<b>B+</b>	<b>B+</b>	2,64	Attenzione specifica con monitoraggio continuo	Condizioni economiche e finanziarie avverse potrebbero quasi annullare la capacità di rimborso.
	<b>B2</b>	<b>B</b>	<b>B</b>	4,46		
	<b>B3</b>	<b>B-</b>	<b>B-</b>	7,52		
	<b>Caa1</b>	<b>CCC+</b>	<b>CCC</b>	13,00	Sotto stretta osservazione Dubbio esito	Forte possibilità di insolvenza.
	<b>Caa2</b>	<b>CCC</b>	<b>CC</b>	16,00		
	<b>Caa3</b>	<b>CCC-</b>	<b>C</b>	20,00		
	<b>Ca</b>	<b>CC</b>	<b>DDD</b>	26,00		
	<b>C</b>	<b>SD</b>	<b>DD</b>	33,00		
	<b>D</b>	<b>D</b>			Scarsissima possibilità di pagamento degli interessi e di rimborso della quota capitale.	

Fonte: Ns. elaborazione

Ai fini dell'espressione del rating, le Agenzie necessitano di una serie di informazioni adeguate a valutare in maniera attendibile il rischio di credito dell'ente. Pertanto, il processo di ottenimento del rating richiede agli enti un notevole impegno in termini di tempo; risorse umane; raccolta, elaborazione e trasferimento delle informazioni all'agenzia di rating.<sup>69</sup>

Sulla base delle informazioni trasferite dall'ente all'agenzia e di quelle raccolte direttamente da quest'ultima negli incontri con l'ente stesso, l'agenzia assegna il rating che viene comunicato all'ente accompagnato da un documento nel quale sono esplicitate le motivazioni dell'attribuzione. A questo punto, l'ente può decidere se rendere noto o meno il rating.

Per quanto riguarda gli elementi di valutazione ai fini dell'elaborazione del rating, le agenzie di rating esaminano sia fattori esogeni sia fattori endogeni all'ente (V. Fig. 2.1).

I primi fanno riferimento al sistema politico-amministrativo dello Stato di appartenenza e alle funzioni svolte dall'ente all'interno di esso.

In presenza di un sistema di finanza derivata, in cui la maggior parte delle risorse dell'ente derivano da trasferimenti statali, l'agenzia di rating va ad esaminare i meccanismi che regolano tali trasferimenti e l'adeguatezza degli stessi rispetto ai livelli di spesa dell'ente. Nel caso, invece, di una situazione di autonomia finanziaria, elementi fondamentali di valutazione sono i fattori di variabilità delle entrate e la reale capacità dell'ente di gestirne il flusso per adempiere alle sue funzioni.

I fattori endogeni fanno riferimento alla struttura politico-amministrativa dell'ente, al sistema socio-economico locale in cui l'ente opera e alla situazione finanziaria dell'ente.

Per quanto riguarda la struttura politico-amministrativa, elementi determinanti per l'espressione del rating sono:

- il grado di stabilità del sistema politico: un sistema politico stabile implica anche una stabilità degli obiettivi e degli indirizzi gestionali e, conseguentemente, una maggiore probabilità che l'ente realizzi i propri piani finanziari;
- la struttura organizzativa intesa come divisione delle mansioni tra il personale e i dirigenti. Sarà valutata positivamente un'organizzazione flessibile e strutturata in

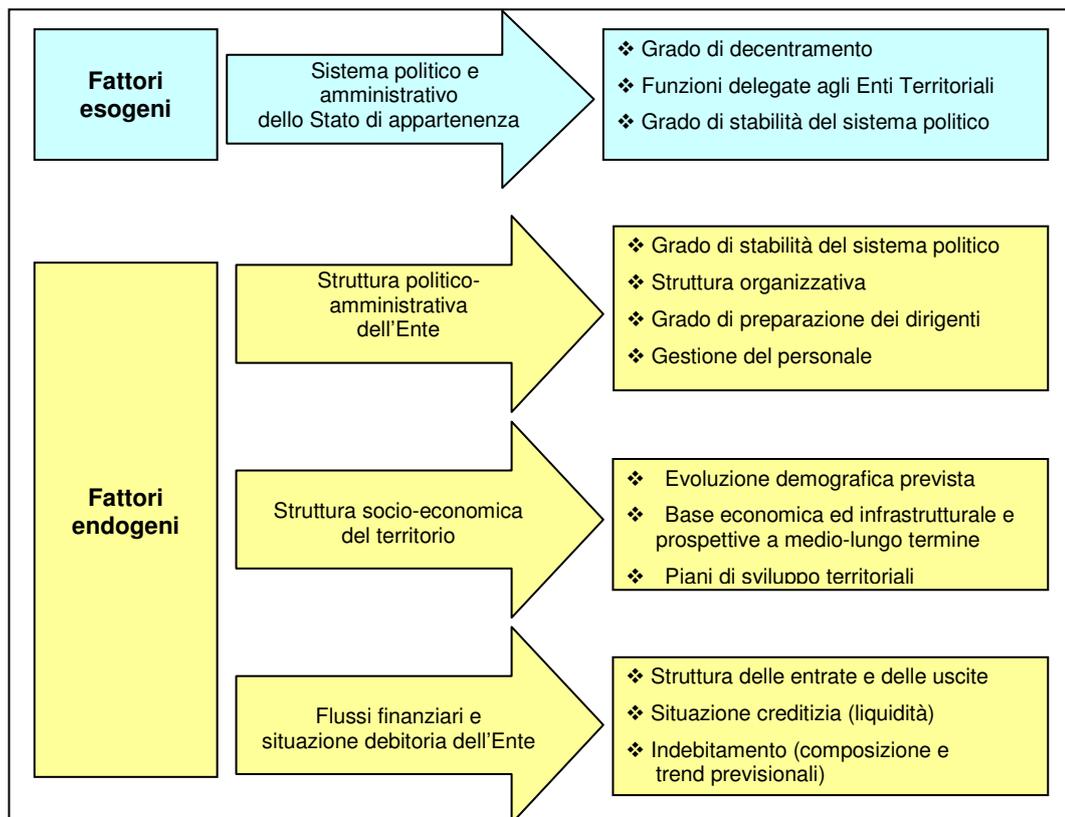
---

<sup>69</sup> Per rendere più efficiente il processo, molto spesso gli enti si rivolgono ad un *rating advisor*, che fa da intermediario tra l'ente e l'agenzia di rating. Il rating advisor illustra il processo di rating all'ente, realizza un'analisi economico-finanziaria dell'ente da presentare all'agenzia, prepara il personale dell'ente all'incontro con l'agenzia. Cfr. Dexia Crediop, "Il rating degli Enti Territoriali Italiani: caratteristiche ed evoluzione", *Public Finance*, n.2 Ottobre 2002.

modo da consentire un monitoraggio costante delle attività e capace di fornire risposte tempestive rispetto ai cambiamenti;

- la qualità e le competenze dei dirigenti nonché le modalità di gestione del personale.

**Fig. 2.1 - Le aree di analisi delle Agenzie nell'assegnazione del rating agli Enti Territoriali**



Fonte: Dexia Crediop, "Il rating degli Enti Territoriali Italiani: caratteristiche ed evoluzione", *Public Finance*, n.2 Ottobre 2002.

Poiché gli enti pubblici, come anche le imprese private, non operano indipendentemente dall'ambiente in cui sono inseriti, ma subiscono e condizionano il sistema economico in cui sono collocati, per esprimere un giudizio sulla loro situazione finanziaria non è possibile prescindere dall'analisi della struttura socio-economica del territorio.

In particolare, si prenderanno in considerazione i principali indicatori demografici: il tasso di crescita della popolazione, la distribuzione per classi di età, ecc. Ciò al fine di evidenziare l'evoluzione della base imponibile e la futura domanda di servizi pubblici.<sup>70</sup>

Altri fattori da analizzare sono la dotazione infrastrutturale dell'ente e le caratteristiche dell'economia locale.

Una dotazione infrastrutturale povera fa prevedere un futuro ricorso ad investimenti per colmare tale carenza.

Le caratteristiche dell'economia locale sono esaminate perché esse influenzano la salute fiscale dell'ente. Molte fonti tributarie sono, infatti, strettamente correlate all'andamento dell'economia locale. Pertanto, le agenzie di rating tengono sotto controllo fattori quali le caratteristiche della forza lavoro, il tasso di occupazione, il livello del reddito, ecc.

Infine, l'ultima area di analisi riguarda la struttura finanziaria dell'ente. Sotto questo profilo, le agenzie di rating esaminano la struttura delle entrate e delle uscite, la situazione creditizia, la composizione ed il prevedibile andamento dell'indebitamento.

Una metodologia efficace per valutare la struttura finanziaria dell'ente è il calcolo degli indici di bilancio. In generale, gli indici sono lo strumento principale tramite cui è possibile descrivere in maniera sintetica la situazione finanziaria di un'azienda.

L'utilizzo di indici si dimostra particolarmente utile nel caso degli enti pubblici i cui documenti contabili presentano un'elevata difficoltà di lettura a causa della loro complessità. La lettura del bilancio può, pertanto, essere agevolata mediante strumenti che sintetizzino in pochi numeri i dati più interessanti della struttura e della gestione finanziaria.<sup>71</sup>

---

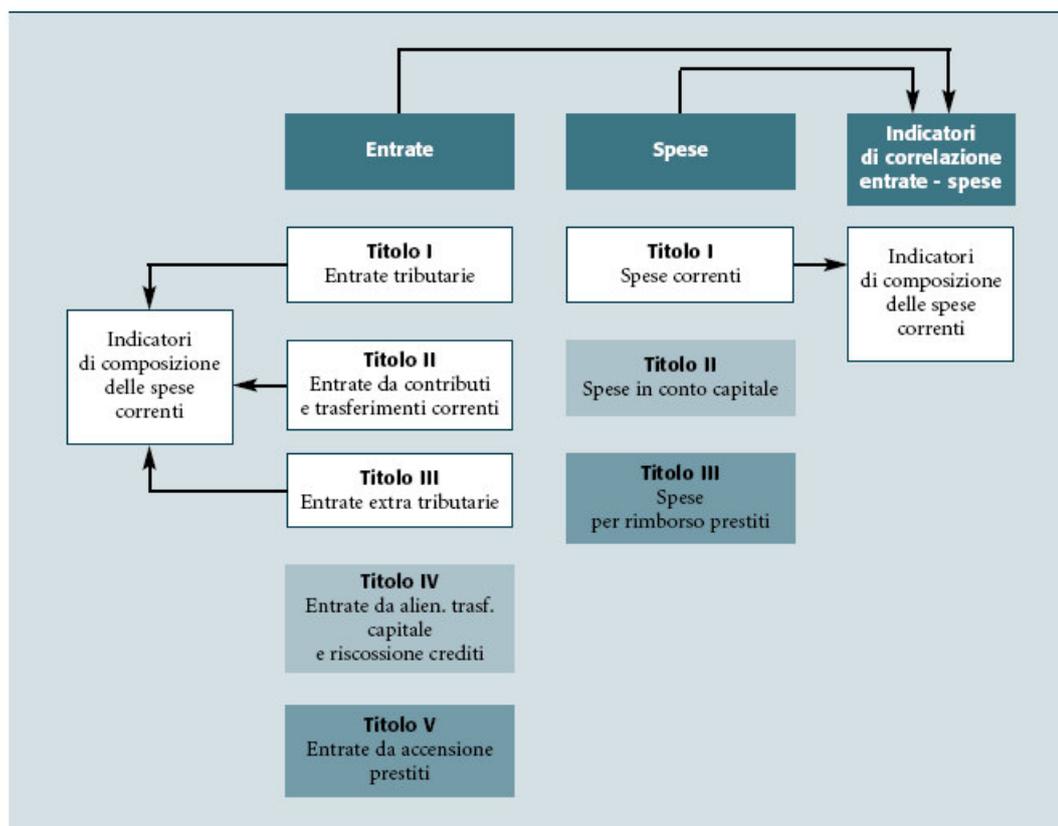
<sup>70</sup> Ad esempio, una regione con una elevata popolazione in età avanzata avrà una maggiore spesa sanitaria e questa influirà sul bilancio regionale. Una maggiore presenza di persone in età lavorativa influenzerà positivamente il livello delle entrate. Cfr. Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, Soveria Mannelli, p. 178.

<sup>71</sup> L'analisi del bilancio non è funzionale esclusivamente all'espressione del rating, ma costituisce un valido strumento di gestione a disposizione dei dirigenti della pubblica amministrazione per valutare la situazione finanziaria dell'ente ed intraprendere eventuali azioni correttive.

Per ulteriori approfondimenti sull'analisi di bilancio negli enti pubblici si vedano: Farneti G., Mazzara L., Savioli G. (1996), *Il sistema degli indicatori negli Enti Locali*, Giappichelli, Torino; Bellesia M. (2002), *Analisi di bilancio. Dai dati contabili alle valutazioni di efficacia e di efficienza*, Ipsa.

La struttura delle entrate e delle uscite può essere esaminata mediante indici di composizione delle entrate correnti, indici di composizione delle spese correnti e indici di correlazione tra entrate e uscite correnti (v. Fig. 2.2).<sup>72</sup>

**Fig. 2.2 – Gli indici di bilancio**



Fonte: Meneguzzo M. (2003), Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche, Rubbettino, Soveria Mannelli, p. 183.

Gli indici di composizione delle entrate correnti mettono in luce la capacità dell'ente di affrontare le spese necessarie per la gestione e gli eventuali progetti di investimento.

Uno degli indicatori che assume maggiore importanza ai fini dell'analisi della situazione finanziaria delle pubbliche amministrazioni mette in rapporto le entrate

<sup>72</sup> Si esaminano entrate e spese correnti in quanto esse evidenziano la gestione ordinaria dell'ente. Dal loro esame, infatti, si evince la condizione di equilibrio o disequilibrio della gestione finanziaria dell'ente senza che essa sia influenzata da elementi che possono avere il carattere della straordinarietà.

tributarie ed extratributarie con le entrate correnti mostrando il livello di autonomia finanziaria dell'ente:

Entrate tributarie + Entrate extratributarie

---

Entrate correnti

Di contro, l'indice:

Entrate da trasferimenti correnti

---

Entrate correnti

mostra la dipendenza dell'ente dai trasferimenti di altri livelli di amministrazione (indice di dipendenza finanziaria).<sup>73</sup>

Gli indici di composizione delle spese correnti sono utilizzati per conoscere la composizione delle spese rispetto ai tre seguenti utilizzi:

- gestione corrente dell'azienda;
- investimenti;
- rimborso delle risorse finanziarie prese a prestito.

Gli indici di correlazione delle entrate e delle spese rappresentano quozienti molto utili per verificare la correttezza della struttura finanziaria dell'ente pubblico.

---

<sup>73</sup> A partire da questi due indici principali, si possono calcolare altri indici che presentano un maggiore grado di dettaglio e che vanno a misurare l'autonomia tributaria dell'ente e che indicano l'incidenza dei diversi proventi sulle entrate. Tali sono:

- Entrate tributarie / Entrate correnti;
- Entrate extratributarie / Entrate correnti;
- Imposte / Entrate correnti;
- Tasse / Entrate correnti;
- Altri tributi / Entrate correnti.

Considerato l'elevato numero di risorse finanziarie degli enti pubblici, a volte non è possibile né è utile operare un'analisi di tutte le risorse, per cui secondo le necessità e gli obiettivi dell'analisi, si costruiscono solo gli indicatori giudicati opportuni. Ad esempio, si può costruire un indice per misurare l'incidenza di un'imposta o di una tassa all'interno delle loro classi di appartenenza.

Cfr. Farneti G., Mazzara L., Savioli G. (1996), *Il sistema degli indicatori negli Enti Locali*, Giappichelli, Torino.

Il più noto di tali indicatori è quello che contrappone complessivamente le entrate correnti alle spese correnti:

Entrate correnti

---

Spese correnti

L'indice evidenzia il grado di equilibrio finanziario della gestione. Un valore pari all'unità indica che le entrate correnti sono in grado di coprire esattamente le uscite dello stesso tipo. Un valore superiore all'unità indica, invece, una gestione sana che permette, oltre al mantenimento dell'attuale livello di spesa, anche una capacità di realizzare nuovi investimenti.

Nell'ambito di tali indicatori rientrano anche i seguenti:

1) 
$$\frac{\text{Quota capitale prestiti}}{\text{Entrate correnti}}$$

2) 
$$\frac{\text{Quota interessi prestiti}}{\text{Entrate correnti}}$$

Tali indici consentono di verificare se le scelte di indebitamento dell'ente sono state opportune o meno e di stimare gli spazi per un ulteriore ricorso al prestito.

Infine, le agenzie di rating esaminano la capacità di riscossione, la natura delle spese di investimento e le fonti di copertura, la struttura dell'indebitamento, i debiti e i rischi fuori bilancio.

Per quanto riguarda la struttura dell'indebitamento, essa è definita dalle caratteristiche finanziarie del debito (durata, tasso di interesse, ecc.) e dalle garanzie che lo assistono.

Dall'esame di tutti questi fattori scaturisce il rating che però, occorre puntualizzare, non è un indicatore statico, ma viene sottoposto a continuo aggiornamento.<sup>74</sup>

Infine, preme evidenziare che il rating degli enti territoriali italiani è strettamente legato al rating dello stato sovrano. Questo perché le agenzie di rating ritengono che il livello di autonomia delle regioni, delle province e dei comuni italiani non sia ancora sufficiente perché gli enti territoriali possano avere un rating totalmente indipendente rispetto a quello dell'Italia.

## **2.5 Gli effetti di Basilea 2 sulla valutazione del merito di credito degli enti territoriali**

Nel 1974, i governatori delle Banche centrali dei dieci paesi più industrializzati (G10) istituirono, sotto il patrocinio della Banca dei Regolamenti Internazionali (Bank for International Settlements – BIS), il Comitato di Basilea, allo scopo di perseguire, mediante la cooperazione fra le banche centrali, la stabilità del sistema finanziario e di estendere la regolamentazione di vigilanza a tutte le istituzioni bancarie nel maggior numero possibile di Paesi.

Il Comitato concorda politiche comuni volte ad evitare che normative, comportamenti e procedure difformi all'interno dei singoli sistemi finanziari nazionali possano portare a conseguenze negative sul sistema finanziario globale.

Il Comitato, però, non possiede alcuna autorità sovranazionale e le sue raccomandazioni sono formulate nell'aspettativa che le singole autorità nazionali ne tengano conto nelle disposizioni operative.

Attualmente, i membri del Comitato provengono da Belgio, Canada, Francia, Germania, Giappone, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Regno Unito, Stati Uniti, Spagna, Svezia e Svizzera, ma le linee guida formulate sono accettate come normativa vincolante in oltre cento paesi.

---

<sup>74</sup> Di norma, il rating viene aggiornato una volta l'anno, tuttavia tale aggiornamento può avvenire in qualsiasi momento qualora intervengano cambiamenti significativi interno o esterni all'ente e tali da indurre una variazione del suo grado di affidabilità. Cfr. Dexia Crediop, "Il rating degli Enti Territoriali Italiani: caratteristiche ed evoluzione", *Public Finance*, n.2 Ottobre 2002.

Tra i documenti emanati dal Comitato, quelli riguardanti l'adeguatezza patrimoniale delle banche (Basilea 1 e Basilea 2) hanno lo scopo di prevenire il fallimento delle singole banche e le crisi dei sistemi bancari. Mediante la previsione di un patrimonio minimo che ciascuna banca deve calcolare in funzione dei rischi assunti si evita che i prestiti siano concessi utilizzando esclusivamente o quasi il risparmio raccolto presso il pubblico e si tutelano i depositanti. Si contiene il rischio che la banca, nel caso di insolvenza della clientela affidata, si trovi a non poter rimborsare i depositi.

Per evitare che si verifichino crisi di singole banche che possono determinare la crisi di tutto il sistema bancario, ogni impiego deve avere una copertura di patrimonio. La banca, cioè, non può erogare i finanziamenti utilizzando esclusivamente i depositi; il rischio del finanziamento non può gravare interamente sui depositanti, ma una quota deve essere a carico della banca.

È sulla base di questi principi che il Comitato di Basilea ha predisposto l'Accordo del 1988<sup>75</sup>. L'accordo introduce il requisito patrimoniale minimo sulla base della considerazione che ogni attività posta in essere dalla banca comporta l'assunzione di un rischio (rischio di mercato e rischio di credito) e che tale rischio deve essere quantificato e coperto da un ammontare adeguato di capitale<sup>76</sup>. In questa prospettiva, il capitale riveste la duplice funzione di copertura dei rischi assunti e di vincolo all'espansione dell'attività bancaria.

L'Accordo di Basilea del 1988 stabilisce il requisito patrimoniale minimo obbligatorio nella misura dell'8% rispetto alle operazioni attive. In altri termini, il patrimonio di vigilanza deve essere almeno pari all'8% del valore dei finanziamenti ponderati per determinati coefficienti di ponderazione:

---

<sup>75</sup> L'Accordo è contenuto nel documento "International Convergence of Capital" emanato dal Comitato di Basilea nel luglio del 1988.

<sup>76</sup> Con capitale o patrimonio ci si riferisce, in questo contesto, al patrimonio di vigilanza. Secondo le regole definite dalla Banca d'Italia, è costituito dalla somma del patrimonio di base - ammesso nel calcolo senza alcuna limitazione - e del patrimonio supplementare, che viene ammesso nel limite massimo del patrimonio di base. Da tale somma vengono dedotte le partecipazioni, gli strumenti ibridi di patrimonializzazione e le attività subordinate detenuti in altre banche e società finanziarie.

Il patrimonio di base comprende il capitale versato, le riserve palesi, la riserva sovrapprezzo azioni, la riserva legale, gli utili accantonati, il fondo rischi bancari generale, al netto delle azioni proprie, delle attività immateriali e delle perdite pregresse. Il patrimonio supplementare comprende le riserve da rivalutazione, le riserve occulte, i fondi rischi, gli strumenti ibridi di capitale-debito, il debito subordinato a scadenza determinata al netto dei dubbi esiti su crediti e delle minus valenze su titoli.

$$PV \geq 8\% \sum_i f_i cp_i$$

dove:

PV è il patrimonio di vigilanza;

f sono i finanziamenti concessi;

cp sono i coefficienti di ponderazione;

i sono i diversi finanziamenti e le relative ponderazioni.

Le ponderazioni sono fissate dallo stesso accordo e prevedono quattro categorie: 0%, 20%, 50% e 100%. Le attività sono collocate in una delle quattro categorie in base alla loro liquidità; alla natura ed ai paesi di residenza dei debitori.

Nella tabella seguente sono riportate le principali attività e le rispettive categorie di ponderazione.

**Tabella 2.5 – I coefficienti di ponderazione per alcune principali classi di operazioni**

0%	20%	50%	100%
Cassa	Crediti verso banche multilaterali di sviluppo	Mutui con garanzia reale su abitazioni utilizzate dal debitore (*)	Crediti verso imprese private
Crediti verso banche centrali di paesi OCSE	Crediti verso banche di paesi OCSE		Crediti verso banche e governi di paesi non OCSE
Titoli di governi dei paesi OCSE	Crediti verso enti del settore pubblico		Partecipazioni in imprese private
Impegni a erogare con scadenza < 1 anno		Impegni a erogare con scadenza > 1 anno	Fidejussioni, accettazioni, cessioni pro-solvendo

(\*) Ponderazione riconosciuta dalla direttiva 98/32/CEE sino al 31 dicembre 2006 e non dall'Accordo di Basilea.

Fonte: De Laurentis G. (2001)

Come si vede dalla tabella 2.5, i finanziamenti concessi agli enti del settore pubblico prevedono coefficienti di ponderazione fissati a monte che prescindono dal reale rischio connesso al finanziamento stesso. Ad esempio, non si spiega perché tutti i crediti verso imprese private debbano essere computati interamente nel calcolo del patrimonio di vigilanza (avendo un coefficiente di ponderazione pari al 100%) nonostante le imprese siano caratterizzate da profili di rischio diversi.

Per eliminare tali limiti, nel giugno del 1999, il Comitato di Basilea ha pubblicato una revisione dell'accordo sui requisiti di capitale intitolata "A *New Capital Adequacy Framework*". L'Accordo (c.d. Basilea 2) è stato sottoposto a diverse revisioni fino a giungere alla versione definitiva del giugno 2004 denominata "Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione", che entrerà in vigore dal 1° gennaio 2007.

Basilea 2 prevede che l'ammontare del patrimonio di vigilanza<sup>77</sup> sia commisurato a tre tipologie di rischio: rischio operativo, rischio di mercato e rischio di credito. Quest'ultimo dipende dalla rischiosità delle attività in essere. In particolare, per quanto riguarda le attività legate ai finanziamenti concessi agli enti del settore pubblico, esso è determinabile secondo diverse modalità e sarà sintetizzato mediante l'espressione del rating, che potrà essere elaborato da agenzie esterne (metodo standardizzato) o dalla stessa banca (metodo del rating interno).

Nel caso di ricorso al metodo standardizzato, la banca farà ricorso a rating esterni espressi da agenzie specializzate. Per quanto riguarda i crediti verso gli enti territoriali, sulla base di alcuni fattori specifici,<sup>78</sup> essi possono essere ammessi allo stesso trattamento dei crediti verso i soggetti sovrani. In questo caso, a seconda del rating dello Stato di appartenenza, la ponderazione potrà variare tra lo 0% e il 150%.

Nel caso degli enti territoriali italiani, qualora la banca dovesse giudicare adeguata la loro autonomia fiscale, supponendo un trattamento equiparato a quello dello Stato, la ponderazione dovrebbe essere pari allo 0%.<sup>79</sup> Tuttavia, vista la scarsa autonomia fiscale degli enti territoriali italiani, a parere di chi scrive appare remota la possibilità di applicare la stessa ponderazione prevista per lo Stato.

---

<sup>77</sup> La definizione di patrimonio valido ai fini della vigilanza non ha subito alcuna modifica nel Nuovo Accordo rispetto a quello del 1988.

<sup>78</sup> Tali sono la potestà di imposizione fiscale o la misura delle garanzie fornite dall'amministrazione centrale. Per quanto riguarda l'autonomia nell'imposizione fiscale, è necessario qui ribadire quanto già affermato in precedenza. Nonostante, cioè, i propositi del legislatore siano andati negli ultimi anni nella direzione di garantire maggiore autonomia ai governi decentrati, in realtà il potere di imposizione dei tributi è ancora largamente affidato al governo centrale ed i margini di manovra degli enti locali risultano assai ridotti.

<sup>79</sup> Ad ottobre 2006, il rating assegnato alla Repubblica Italiana da Standard&Poor's e da Fitch è sceso da "AA" a "AA-", ultima classe utile per rientrare nella ponderazione 0%. In miglioramento l'outlook, rivisto a "Stabile" al posto della classificazione "Negativo" assegnata nel maggio 2006.

Cfr. "Fitch e S&P abbassano il rating dell'Italia", *Corriere della Sera*, 19 ottobre 2006.

**Tab. 2.6 - Crediti verso soggetti sovrani – Ponderazioni per il rischio**

Valutazione	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a B-	Inferiore a B-	Senza rating
<b>Ponderazione</b>	0%	20%	50%	100%	150%	100%

Fonte: Comitato di Basilea, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*, Giugno 2004. p.13

Qualora i crediti verso gli enti territoriali non siano equiparati a quelli verso i soggetti sovrani, essi saranno ponderati, a discrezione delle autorità nazionali, in base alle opzioni 1 o 2 applicate ai crediti verso banche. L'opzione 1 prevede che a tutte le banche e, quindi, agli enti pubblici con sede in un dato paese sia attribuita la ponderazione di cui alla categoria immediatamente meno favorevole rispetto a quella assegnata ai crediti verso il governo del paese in questione.<sup>80</sup>

**Tab. 2.7 - Crediti verso enti pubblici – Ponderazioni per il rischio – Opzione 1**

Valutazione del soggetto sovrano	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a B-	Inferiore a B-	Senza rating
<b>Ponderazione</b>	20%	50%	100%	100%	150%	100%

Fonte: Comitato di Basilea, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*, Giugno 2004.

Pertanto, nel caso di scelta dell'opzione 1, ai finanziamenti concessi agli enti pubblici italiani si applicherebbe una ponderazione del 20%, uguale a quella prevista dell'Accordo del 1988.

Di conseguenza, nei due casi esposti:

- di ponderazione dei finanziamenti concessi agli enti territoriali pari a quella applicata ai finanziamenti concessi allo Stato;
- di ponderazione di cui alla categoria immediatamente meno favorevole rispetto a quella assegnata ai crediti verso il governo del paese in questione;

<sup>80</sup> I crediti verso le banche e gli enti pubblici appartenenti a paesi con rating da BB+ a B- e a paesi privi di rating saranno soggetti a un coefficiente massimo del 100%.

si configurerebbe una ponderazione migliore o al limite pari a quella prevista dall'Accordo del 1988.

Ragionevolmente, nel primo caso, poiché le banche dovranno accantonare un minore ammontare di patrimonio, gli enti pubblici potrebbero vedere applicati ai finanziamenti concessi dal sistema bancario tassi di interesse inferiori a quelli attuali.<sup>81</sup>

Nel secondo caso, restando invariato l'ammontare di patrimonio richiesto a copertura del rischio connesso ai finanziamenti al settore pubblico, gli enti territoriali non dovrebbero subire aumenti del costo dell'indebitamento.

L'opzione 2 basa la ponderazione del rischio sui rating assegnati alle singole banche e, quindi, agli enti pubblici da istituti esterni di valutazione del merito creditizio, applicando una ponderazione del 50% a quelle prive di rating.<sup>82</sup>

**Tab. 2.8 - Crediti verso enti pubblici – Ponderazioni per il rischio – Opzione 2**

<b>Valutazione dell'ente</b>	<b>Da AAA ad AA-</b>	<b>Da A+ ad A-</b>	<b>Da BBB+ a BBB-</b>	<b>Da BB+ a B-</b>	<b>Inferiore a B-</b>	<b>Senza rating</b>
<b>Ponderazione</b>	20%	50%	50%	100%	150%	50%

Fonte: Ns. elaborazione da: Comitato di Basilea, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*, Giugno 2004.

È intuibile che l'impatto di questo terzo approccio potrà essere ben diverso rispetto ai primi due approcci. La situazione potrebbe rivelarsi particolarmente critica per quegli enti territoriali privi di rating, e cioè soprattutto per gli enti di piccole dimensioni.<sup>83</sup>

Non si possono esprimere valutazioni circa l'impatto di Basilea 2 nel caso in cui la banca decidesse di implementare un sistema di rating interno. In questo caso, infatti, sarebbe la stessa banca a determinare il profilo di rischio dell'ente territoriale assegnando agli enti affidati un rating sulla base di un modello da essa elaborato e validato dalla

<sup>81</sup> Si ritiene, però, opportuno ribadire che tale ipotesi appare di difficile applicazione nel caso degli enti territoriali italiani.

<sup>82</sup> Ove prescelta, l'opzione 2 andrà applicata agli enti pubblici senza la ponderazione preferenziale prevista per i crediti a breve termine. In base a questa opzione, infatti, i crediti con scadenza originaria uguale o inferiore a tre mesi riceveranno una ponderazione preferenziale pari alla categoria immediatamente più favorevole, con l'applicazione di una soglia minima del 20%. Questo trattamento sarà riservato alle banche provviste o meno di rating, ma non a quelle con ponderazioni di rischio del 150%.

<sup>83</sup> Per una verifica dell'impatto di Basilea 2 sull'onerosità dei finanziamenti bancari concessi agli enti territoriali, si rimanda al capitolo quinto.

Banca d'Italia. È evidente che per esaminare gli effetti di Basilea 2 sul costo del credito per gli enti territoriali, occorrerebbe verificare su quale classe di rating essi si collocano.

## **CAPITOLO TERZO**

### **GLI STRUMENTI DI FINANZA INNOVATIVA PER IL FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI DEGLI ENTI TERRITORIALI**

#### **Premessa**

Negli ultimi anni, gli enti territoriali hanno subito una profonda evoluzione in ordine alle condizioni di svolgimento della gestione finanziaria. La significativa contrazione delle risorse derivanti da trasferimenti e l'esigenza di migliorare la struttura finanziaria hanno indotto gli enti pubblici a ricercare strumenti di finanziamento alternativi rispetto all'indebitamento mediante mutui o obbligazioni.

Tra gli strumenti di finanza innovativa si colloca il partenariato pubblico-privato. Il termine Partenariato Pubblico-Privato include una serie di strutture e concetti che comportano la divisione di rischi e responsabilità tra il settore pubblico e quello privato. L'autorità pubblica affida all'operatore privato, sulla base di uno specifico contratto, l'attuazione di un progetto che spesso implica una complessa costruzione e gestione. Il project financing è una tecnica che ha lo scopo di rendere possibile il finanziamento di un progetto sulla base della sua valenza tecnico-economica, piuttosto che sulla capacità di indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa. Del project financing si analizzano le caratteristiche, la normativa, le fasi dell'operazione, i vantaggi e i rischi.

Ulteriori strumenti di finanza innovativa sono il leasing, la cartolarizzazione e i fondi di investimento immobiliare, rispetto ai quali si esaminano le caratteristiche, il quadro normativo e le modalità applicative.

### 3.1 Il Project financing

Per la realizzazione di investimenti pubblici, sta sempre più diffondendosi, sia a livello europeo che a livello internazionale, il ricorso al Partenariato pubblico-privato. Tale tendenza è riconducibile a due ordini di motivi. Da un lato, il settore pubblico, attraverso l'intervento di operatori privati, riesce a ridurre il proprio impegno finanziario e a fornire servizi qualitativamente migliori. Dall'altro lato, al settore privato viene fornita l'opportunità di progettare, finanziare, costruire e gestire infrastrutture di pubblica utilità ottenendo un ritorno economico.<sup>1</sup>

Elementi essenziali del partenariato pubblico-privato sono, pertanto, la partecipazione attiva del settore privato nelle fasi della realizzazione dell'infrastruttura e dell'erogazione dei relativi servizi.

I principali strumenti giuridici attraverso i quali gli enti territoriali possono realizzare opere pubbliche o di pubblica utilità mediante il concorso di soggetti privati sono:

- a. la concessione di costruzione e gestione di cui all'art. 19, comma 2, della legge n. 109 del 1994 e successive modifiche e integrazioni;
- b. l'istituto del promotore di cui all'art. 37 bis e segg. della legge n. 109 del 1994;
- c. la costituzione di società miste pubblico-privato previste dagli artt. 113 e 116 del D. Lgs. n. 267 del 2000 e successive modifiche ed integrazioni.

La concessione di costruzione e gestione avviene mediante la predisposizione, a cura dell'amministrazione concedente, di un progetto preliminare, una bozza di convenzione, un piano economico finanziario ed uno disciplinare sulla modalità di gestione. Una volta redatti questi documenti, viene avviata un'apposita procedura di gara per l'individuazione del concessionario di costruzione e gestione attraverso il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa.

Per la gestione dei servizi pubblici locali, comuni e province possono costituire società per azioni miste a prevalente capitale pubblico o a prevalente capitale privato, le quali possono anche svolgere le attività connesse alla realizzazione delle opere necessarie al

---

<sup>1</sup> In particolare, il ritorno economico è legato alla fase di gestione dell'opera che consente di generare i flussi di cassa necessari a rimborsare il debito contratto e remunerare gli azionisti.

corretto svolgimento del servizio. La scelta del socio privato deve avvenire in base a procedure di evidenza pubblica.<sup>2</sup>

L'istituto del promotore, previsto all'art. 37 bis e segg. della legge n. 109 del 1994, introduce anche in Italia la possibilità per gli enti pubblici di ricorrere alla tecnica del project financing. In concreto, la legge in parola consente ad un soggetto denominato

promotore di proporre la realizzazione di un'iniziativa sulla quale l'amministrazione concedente ha sviluppato una conoscenza ed un approfondimento a livello di programmazione, in base alle prescrizioni di cui all'art. 14 della legge. Il promotore è tenuto alla elaborazione di un progetto preliminare, di una bozza di convenzione, di un piano economico-finanziario asseverato e dei necessari studi di fattibilità e di inquadramento ambientale dell'iniziativa di cui promuove la realizzazione. La proposta, una volta dichiarata di pubblico interesse da parte dell'amministrazione, costituisce la base di riferimento per una gara ad evidenza pubblica, finalizzata all'individuazione del concessionario, articolata in due momenti: licitazione privata e procedura negoziata.

La tecnica del project financing nasce con lo scopo di rendere possibile il finanziamento di un progetto sulla base della sua valenza tecnico-economica (in termini di cash flows attesi), piuttosto che sulla capacità di indebitamento dei soggetti promotori dell'iniziativa.

Il project financing nasce in ambito privato negli Stati Uniti negli anni '20. In particolare, viene applicato inizialmente nel settore energetico per finanziare la realizzazione e la gestione degli impianti petroliferi. Negli anni '60, la tecnica si sviluppa sotto la spinta dell'opportunità per le banche di finanziare le compagnie petrolifere non solo in via anticipata rispetto al momento dell'estrazione, ma anche assumendo il rischio industriale e tecnico del progetto. È evidente che l'istituto di credito era disposto a finanziare l'iniziativa solo se il progetto si rivelava affidabile.

A livello pubblico, è il Regno Unito il primo Paese ad utilizzare lo strumento. Negli anni '80, il Governo inglese, a seguito della crisi della finanza pubblica, iniziò a ricercare fonti di finanziamento alternative. Con la *Private Finance Initiative*, avviata nell'ambito del programma di privatizzazione del Governo Thatcher (1979-1990), la pubblica amministrazione britannica si trasformò da proprietaria e gestore di opere pubbliche, con conseguente forte indebitamento pubblico, a mera acquirente di servizi dal settore privato.

---

<sup>2</sup> Nel settore dei servizi pubblici locali i processi di riforma del settore idrico e del trasporto pubblico locale hanno introdotto ai fini del superamento delle inefficienze gestionali la possibilità della partecipazione del settore privato, tramite specifiche modalità in funzione degli ambiti applicativi.

Le prime opere pubbliche finanziate, costruite e gestite da soggetti privati furono le prigioni. Infatti, il problema del sovraffollamento delle carceri e delle precarie condizioni dei detenuti fu risolto dal Governo Thatcher nel corso degli anni '90 mediante la realizzazione in project financing di tre strutture carcerarie.

Sotto l'amministrazione Major (1990-1997), la necessità di porre dei freni agli investimenti del settore pubblico in seguito ad una politica monetaria e fiscale restrittiva, fu dato un ulteriore impulso alla *Private Finance Initiative*. In particolare, nel 1994 si stabilì che tutti i principali investimenti pubblici dovessero essere valutati sul mercato per verificarne l'idoneità al finanziamento privato (test universale).

I risultati furono però deludenti e il successivo Governo laburista abolì il test universale. All'interno del Ministero del Tesoro fu creata una task force con il compito di identificare i progetti "significativi", sulla base della valutazione della loro fattibilità commerciale. Per gli investitori privati, la condizione di progetto "significativo" fu considerata un indice della qualità dell'iniziativa. Questo perché il progetto, prima di essere messo sul mercato, era stato valutato dal gruppo di esperti del Ministero del Tesoro che lo avevano giudicato realizzabile mediante capitali privati.

Inoltre, tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni duemila, il governo britannico si adoperò nella creazione di un contesto politico e giuridico adeguato a sostenere la diffusione del project financing nel settore pubblico. In particolare, si procedette alla standardizzazione dei contratti; venne redatta una guida contabile alle transazioni connesse alla realizzazione di opere in project financing nella quale sono indicati rigorosi criteri per la registrazione degli asset e per la trasparente segnalazione delle obbligazioni contratte. Ulteriori iniziative da parte della Tesoreria e dell'Ufficio di Gabinetto sono state assunte per assicurare un equo trattamento rispetto ai diritti pensionistici del personale del settore pubblico trasferito a datori di lavoro del settore privato.

Il positivo flusso di contratti firmati durante il primo mandato laburista ha prodotto 19,6 miliardi di Euro di nuovi investimenti finanziati da privati, raccolti tra il maggio 1997 e il maggio 2001, contro i circa 12,6 miliardi di Euro raccolti sotto il precedente governo conservatore, inclusi gli investimenti per 5,6 miliardi di Euro nel collegamento ferroviario del tunnel sotto La Manica.

Infine, un forte impulso allo sviluppo del project financing nel Regno Unito è stato dato, oltre che dal Governo centrale, dai Governi locali regionali. L'Associazione degli enti locali creò una società a proprietà pubblica per assistere gli enti locali

nell'individuazione delle possibilità di utilizzo della finanza privata nell'avvio e realizzazione dei progetti. Nel novembre del 1997, il Governo stabilì una stretta collaborazione con gli enti locali creando un Gruppo revisione progetti. Il Gruppo approva i progetti realizzabili con capitale privato e la sua approvazione equivale alla condizione di progetto "significativo" e fornisce ai potenziali partecipanti alle gare bandite dagli enti locali un segnale che il progetto è fattibile.<sup>3</sup>

### *Le caratteristiche del Project financing*

Il project financing può essere definito come «un'operazione di finanziamento di una particolare unità economica, nella quale un finanziatore è soddisfatto di considerare, sin dallo stadio iniziale, il flusso di cassa e gli utili dell'unità economica in oggetto come la sorgente dei fondi che consentirà il rimborso del prestito e le attività dell'unità economica come garanzia collaterale del prestito»<sup>4</sup>.

Il progetto viene valutato dai finanziatori principalmente (ma non esclusivamente) per la sua capacità di generare flussi di cassa. I flussi di cassa, infatti, connessi alla gestione del progetto, costituiscono la fonte primaria per il *rimborso* del debito e per la *remunerazione* del capitale di rischio.

La finanza di progetto, pertanto, inverte lo schema logico classico relativo alle modalità di concessione di un prestito. Mentre solitamente l'istituto di credito valuta l'opportunità di finanziare o meno un determinato progetto sulla base dello standing creditizio dell'azienda promotrice dell'iniziativa e solo in via residuale si occupa di accertare le caratteristiche dell'iniziativa medesima, nel caso della finanza di progetto questi decide di erogare il finanziamento accettando che i flussi di cassa destinati al servizio del debito siano associati esclusivamente ai ricavi generati dall'iniziativa stessa e che la garanzia che assiste il debito non sia rappresentata da tutto il patrimonio dell'azienda, ma solo dalle attività connesse al progetto finanziato.

La capacità di aggregare risorse intorno alla realizzazione e allo sfruttamento economico dell'iniziativa trova giustificazione nel progetto in sé e nella sua capacità di ripagare le risorse in esso investite con ragionevole attendibilità. Il progetto deve pertanto

---

<sup>3</sup> Per ulteriori approfondimenti sull'evoluzione dell'applicazione al settore pubblico della tecnica del project financing nel Regno Unito, si rinvia a: Wilson T. (2005), "L'esperienza britannica della *Private Finance Initiative*", in Fornez, *La finanza di progetto. Esperienze a confronto*, Collana Strumenti, n. 27.

<sup>4</sup> Cfr. Nevitt P.K. (1988), *Project financing*, Cariplo-Laterza, Milano.

risultare chiaramente identificabile tanto dal punto di vista giuridico quanto da quello economico e tecnologico.

La complessità dello strumento richiede l'integrazione di diverse professionalità capaci di valutare tali aspetti giuridici, economici e tecnologici al fine di comparare la scelta del project financing rispetto a soluzioni di finanziamento alternative. Qualora il ricorso al project financing sia da considerare la soluzione migliore, questi stessi soggetti dovranno stabilire le modalità di finanziamento, costruzione e gestione dell'opera.

Al riguardo, si possono individuare diverse tecniche di project financing.

La tecnica BOOT (*Build, Own, Operate, Transfer*) prevede che il soggetto pubblico interessato alla realizzazione dell'opera rilasci ad un soggetto privato una concessione per la realizzazione e gestione dell'opera stessa per un determinato periodo alla fine del quale essa viene trasferita all'ente pubblico.

Nella struttura originaria della tecnica BOOT, l'appaltatore finanziava e realizzava l'opera, la gestiva per il periodo stabilito nella concessione e, al termine, ne trasferiva la proprietà all'ente concedente.<sup>5</sup>

Si determinava un coinvolgimento eccessivo dell'appaltatore che era investito non solo del ruolo di costruttore, ma anche di progettista, finanziatore e gestore.

Lo schema originario è stato progressivamente modificato e quello attuale prevede la costituzione di una società di progetto, giuridicamente distinta dall'appaltatore, che realizza e gestisce l'infrastruttura; l'intervento di finanziatori istituzionali che finanziano la società di progetto anziché l'appaltatore assumendosi una parte del rischio imprenditoriale dal momento che il rimborso del debito è legato ai ricavi derivanti dalla gestione dell'opera.

La tecnica DBFO (*Design, Build, Finance, Operate*) prevede la costituzione di una società di progetto che si occupa della programmazione tecnica, della realizzazione, del finanziamento e della gestione dell'opera. Ciò che differenzia questa tecnica dalla precedente è che in questo caso la controprestazione a favore del concessionario è

---

<sup>5</sup> La concessione di gestione dell'opera ha una durata molto lunga, generalmente compresa tra i 25 e i 30 anni, per consentire al soggetto privato lo sfruttamento commerciale dell'opera al fine di coprire gli oneri derivanti dal debito e di ottenere un'adeguata remunerazione del capitale investito. Inoltre, tale tecnica garantisce il successo dell'operazione in quanto se il privato dovrà gestire l'opera sarà suo interesse costruirla bene e se, al momento del trasferimento dell'opera, è compensato sulla base dello stato dell'opera stessa ne realizzerà un'efficace manutenzione. Cfr. Grifo K. (2004), "Le tecniche", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano; Insinga F. (1998), *Il project financing: aspetti tecnico-economici e giuridici*, ISU Università cattolica, Milano; Draetta U., Vaccà C. (a cura di), *Il project financing: caratteristiche e modelli contrattuali*, Egea, Milano.

costituita da tariffe virtuali o prezzi ombra che l'amministrazione pubblica paga proporzionalmente all'utilizzo dell'opera e in relazione al rispetto di prefissati standard nei livelli di sicurezza e manutenzione.

Le tecniche con proprietà privata delle opere prevedono la creazione di una società di progetto, che realizza e gestisce l'opera. In questo caso, però, la proprietà delle opere realizzate non viene trasferita all'ente pubblico realizzandosi, in tal modo, una forma di privatizzazione.<sup>6</sup>

Infine, nelle tecniche con prevalenza di finanziamenti pubblici, la fase costruttiva e quella gestionale sono accompagnate da un contributo pubblico, generalmente nell'ordine del 30-40% del valore dell'opera, in conto capitale o in conto esercizio o costituito da garanzie prestate dall'ente a favore della società di progetto. In contributo è reso necessario dalle caratteristiche dell'opera da realizzare che da sola non è in grado di generare un *cash-flow* sufficiente a sostenere il servizio del debito e a remunerare il capitale investito.

#### *La normativa di riferimento*

Il Project financing è stato disciplinato in Italia dalla legge n. 415 del 1998 che ha inserito nel testo della legge n. 109 del 1994 (Legge Merloni – legge quadro in materia di lavori pubblici) gli articoli da 37-bis a 37-nonies. Gli articoli in parola sono stati modificati dalla legge 216/95 (Merloni-bis) e dalla legge 166/02.

Con l'entrata in vigore, dal 1° luglio 2006, del Testo Unico sugli appalti (Decreto Legislativo 12 aprile 2006, n. 163 - Codice dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture in attuazione delle direttive 2004/17/CE e 2004/18/CE) la Legge Merloni viene abrogata e il project financing è disciplinato dagli articoli 153-160 del Testo Unico, uguali nei contenuti rispetto alla legge previgente, così come modificata e integrata dalle leggi successive di cui sopra.

È singolare il fatto che nella legge Merloni, il termine project financing non viene mai riportato né viene introdotto nel Testo Unico sugli appalti.

---

<sup>6</sup> Cfr. Dossena G. (1997), *Project financing e asset securitization: opportunità per le imprese industriali*, Egea, Milano.

## *La valutazione degli investimenti*

Si è detto che gli investimenti realizzabili mediante il project financing sono quelli che assicurano flussi di cassa adeguati a remunerare e rimborsare i fornitori di capitale. Sono investimenti per i quali esiste una correlazione tra il loro finanziamento, la loro realizzazione e il loro sfruttamento commerciale.<sup>7</sup>

A seconda della capacità di generare flussi finanziari in grado di coprire gli esborsi sostenuti, si distinguono:

- opere calde: si tratta di investimenti che si ripagano autonomamente. Un esempio tipico è il parcheggio che, una volta realizzato, produce ricavi da utenza;
- opere tiepide: sono investimenti che richiedono una componente di contribuzione pubblica dal momento che i ricavi ad essi connessi non sono in grado di pagare interamente le risorse impiegate. Un esempio è costituito dalla realizzazione di una metropolitana dove l'intervento privato è volto a rendere più efficiente la gestione dell'opera stessa;
- opere fredde: si ripagano mediante i pagamenti effettuati dall'ente. Rientrano in questa tipologia opere quali scuole, ospedali, carceri che hanno una ricaduta sul territorio esclusivamente di tipo sociale.

Per verificare la capacità del progetto di remunerare gli oneri sostenuti per la sua realizzazione, occorre procedere ad un'analisi costi/benefici. La difficoltà sta nel fatto che, nel caso di opere pubbliche, tra i benefici bisogna inserire non solo quelli di tipo economico, ma anche quelli di tipo sociale. Concentrando l'attenzione sui benefici di carattere economico, le tecniche utilizzate per la valutazione degli investimenti sono: il Valore Attuale Netto (Van); il Tasso Interno di Rendimento (Tir); l'Indice di profittabilità (IP); il *Pay Back Period* (Pbp); il Return on Investment (Roi).<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Ad esempio, un parcheggio sarà ripagato con il ricavato delle soste, un museo con la vendita dei biglietti, un'autostrada con il pagamento del pedaggio. Cfr. Fici L. (2004), "Lo sviluppo degli investimenti pubblici locali in condizioni di equilibrio economico-finanziario", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.

<sup>8</sup> Il metodo del Valore Attuale Netto misura la differenza tra il valore attuale dei flussi di cassa in entrata e dei flussi in uscita connessi a un progetto di investimento. Tale grandezza rappresenta la ricchezza generata dall'investimento come se fosse immediatamente disponibile nel momento in cui viene effettuata la valutazione. In base a questa metodologia vi è convenienza economica all'operazione di investimento da parte dell'ente quando in valore attuale netto è maggiore di zero, mentre si dovrebbe scartare l'investimento quando tale valore è negativo. Un vantaggio dell'utilizzo del Van è rappresentato dal fatto che esso può essere misurato anche in presenza di rendimenti attesi del capitale non costanti nel tempo, o anche di tassi oscillanti durante il ciclo di vita del progetto, come spesso accade per le operazioni infrastrutturali. Tale

### **3.1.1 Le fasi di un'operazione di project financing**

#### **Fase 1 – La programmazione**

In fase di programmazione, attraverso l'analisi della domanda di opere pubbliche, vengono definite le opere da realizzare e le modalità di realizzazione. Quando l'ente predispose i documenti di bilancio, nei piani di investimento triennali e negli strumenti di programmazione inserisce le opere da realizzare. Nel caso di progetti capaci di attirare l'interesse dell'imprenditoria privata, di progetti cioè che determinano investimenti che possono essere remunerati dai flussi di cassa generati, gli enti indicano che quei progetti sono realizzabili con capitali privati e, entro venti giorni dalla redazione dei documenti di programmazione, ne rendono pubblica la presenza nei documenti di programmazione mediante avviso da affiggere presso la propria sede e da pubblicare sul sito informatico individuato con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri ai sensi dell'art. 24 della legge 340/2000<sup>9</sup> nonché, se presente, sul proprio sito informatico.

Ad oggi non esiste alcun decreto del Presidente del Consiglio dei ministri che individua uno o più siti su cui pubblicare i bandi. È tuttavia possibile consultarli sul sito informatico dell'Osservatorio Nazionale del Project Financing ([www.infopieffe.it](http://www.infopieffe.it)), che

---

metodo presenta alcune difficoltà, legate essenzialmente alla determinazione del tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi economico-finanziari.

Il Taso interno di rendimento è definito come il tasso di sconto al quale un investimento presenta un VAN pari a zero. Fondamentale in questa metodologia è il cosiddetto "tasso soglia", ossia il tasso minimo sopra il quale il rendimento risulta conveniente. L'investimento dell'ente dovrebbe essere realizzato solamente se il TIR risulta maggiore del tasso soglia. Il vantaggio della metodologia del tasso interno di rendimento è rappresentato dal fatto che non deve essere preventivamente determinato il tasso di attualizzazione, che è una delle maggiori difficoltà nel metodo del VAN. Il TIR, però, presenta diversi limiti. Esso, infatti, può fornire lo stesso risultato per due investimenti che presentano flussi di cassa nel tempo diversi, senza considerare che sarebbe preferibile l'investimento che non presenta flussi futuri con segno negativo.

Con il metodo dell'Indice di profittabilità, si calcola il rapporto tra il valore attuale dei flussi in entrata ed il valore attuale dei flussi in uscita; pertanto, l'amministrazione decide di realizzare l'investimento solo se l'indice assume un valore maggiore di uno, mentre nel caso di valori inferiori all'unità l'investimento deve essere rifiutato.

Con la metodologia del periodo di recupero viene valutato l'investimento in base al tempo necessario per reintegrare il capitale impiegato, ordinando i progetti in ordine decrescente secondo il tempo di recupero, dando come assunto che un investimento con un ritorno breve sia meno rischioso di un investimento caratterizzato da un lungo periodo di rientro. Il limite di questo tipo di analisi è la mancanza di attualizzazione dei flussi economico-finanziari, ponendo sullo stesso piano i flussi generati in periodi diversi.

Con la metodologia del ROI si mettono in rapporto gli utili futuri generati dall'investimento ed il capitale impiegato. Con questa metodologia si giunge ad una classificazione degli investimenti in base al reddito atteso dall'investimento, con la semplificazione di comparare i flussi futuri con gli esborsi attuali, senza considerare il diverso valore del denaro nel tempo. Una possibile correzione è rappresentata dall'attualizzazione degli utili futuri, creando però un ibrido tra questo metodo reddituale e i metodi finanziari, poiché il reddito futuro può non essere monetariamente disponibile.

Cfr. Fici L. (2004), "Lo sviluppo degli investimenti pubblici locali in condizioni di equilibrio economico-finanziario", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.

<sup>9</sup> Il comma 1 del detto articolo prevede che, a decorrere dal 1° gennaio 2001, le amministrazioni pubbliche debbano pubblicare tutti i bandi e gli avvisi di gara su uno o più siti informatici individuati con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, che stabilisce altresì le necessarie modalità applicative.

mensilmente pubblica dei report nei quali sono elencate le gare ex art. 37-bis, 37-quater e 19 comma 2 della legge Merloni. Individuata la gara di interesse, sullo stesso sito è poi possibile richiedere il bando completo.

### ***Fase 2 – La presentazione delle proposte da parte dei promotori***

I soggetti interessati alla realizzazione di lavori pubblici (o di pubblica utilità) inseriti nella programmazione triennale o negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'ente devono presentare le loro proposte per la realizzazione delle opere in project financing. I soggetti legittimati a presentare proposte sono le società di costruzione, le società di ingegneria, gli enti finanziari e i soggetti gestori.

Così come previsto al comma 1 dell'art. 37-bis della legge Merloni, le proposte devono essere presentate entro il 30 giugno di ogni anno o, nel caso in cui entro tale scadenza non siano state presentate proposte per il medesimo intervento, entro il 31 dicembre. Le proposte devono comprendere:

- uno studio di inquadramento territoriale e ambientale;
- uno studio di fattibilità;
- un progetto preliminare;
- una bozza di convenzione;
- un piano economico-finanziario asseverato da un istituto di credito;
- una specificazione delle caratteristiche del servizio e della relativa gestione;
- l'indicazione del prezzo o del valore tecnico ed estetico dell'opera progettata; del tempo di esecuzione dei lavori; del rendimento; della durata della concessione; delle modalità di gestione, ossia il livello e i criteri di aggiornamento delle tariffe da praticare all'utenza; nonché di ulteriori elementi individuati in base al tipo di lavoro da realizzare;
- le garanzie offerte alla Pubblica Amministrazione.

Le proposte devono inoltre indicare l'importo delle spese sostenute per la loro predisposizione comprensivo anche dei diritti sulle opere d'ingegno di cui all'art.2578 del codice civile (tale importo, soggetto all'accettazione da parte dell'Amministrazione, non può superare il 2,5 per cento del valore dell'investimento, come desumibile dal piano economico-finanziario).

Lo **studio di inquadramento territoriale e ambientale** è un rapporto che considera lo stato ambientale e territoriale del luogo nel quale sarà realizzata l'opera pubblica e contiene una previsione circa l'impatto che la sua realizzazione avrà sull'ambiente. Lo studio deve anche indicare gli eventuali interventi di prevenzione nel caso in cui si attesti la presenza di fattori di rischio.

Lo **studio di fattibilità** è costituito dall'analisi della fattibilità tecnica e finanziaria, dell'idoneità a rispondere alla domanda dell'utenza e degli aspetti gestionali. Esso deve contenere<sup>10</sup>:

- una definizione del quadro socio-economico di riferimento analizzando i principali ambiti interessati, il quadro evolutivo, la dinamica demografica, i modelli di sviluppo economico;
- l'analisi di mercato allo scopo di evidenziare le caratteristiche della domanda e dell'offerta per quantificare il volume dei servizi richiesti e le tariffe praticabili;
- uno studio sulla fattibilità tecnica del progetto che definisca gli standard qualitativi e quantitativi dell'opera, le fasi di realizzazione e le modalità di gestione;
- l'indicazione degli investimenti in immobilizzazioni e in capitale circolante necessari alla costruzione e gestione dell'opera;
- la dimostrazione dell'equilibrio economico-finanziario con riferimento ad un singolo esercizio e all'intero periodo della concessione;
- la definizione dei tempi di realizzazione e avviamento del progetto.

Il **progetto preliminare**, come previsto dall'art. 93 comma 3 del testo Unico sugli appalti (ex art. 16 della legge 109/1994) deve definire *«le caratteristiche qualitative e funzionali dei lavori, il quadro delle esigenze da soddisfare e delle specifiche prestazioni da fornire e consiste in una relazione illustrativa delle ragioni della scelta della soluzione prospettata in base alla valutazione delle eventuali soluzioni possibili, anche con riferimento ai profili ambientali e all'utilizzo dei materiali provenienti dalle attività di riuso e riciclaggio, della sua fattibilità amministrativa e tecnica, accertata attraverso le indispensabili indagini di prima approssimazione, dei costi, da determinare in relazione ai benefici previsti, nonché in schemi grafici per l'individuazione delle*

---

<sup>10</sup> Simonazzi R. e Strocchia F. (2004), "Il project financing negli aspetti economico finanziari", Azienditalia Finanza e Tributi, n. 19, p. 1009.

*caratteristiche dimensionali, volumetriche, tipologiche, funzionali e tecnologiche dei lavori da realizzare; il progetto preliminare dovrà inoltre consentire l'avvio della procedura espropriativa».*

Inoltre, in esso devono essere contenuti gli studi integrativi relativi alle indagini geologiche, geotecniche, idrogeologiche e sismiche.

La proposta deve contenere anche una **bozza di convenzione**, ossia una bozza di contratto che definisca i reciproci diritti e obblighi, le condizioni e i tempi per la realizzazione delle opere, le modalità e gli standard di prestazione del servizio, le garanzie prestate, lo schema di determinazione delle tariffe e le regole per il loro adeguamento.

Il **piano economico-finanziario** consiste in un'analisi basata sulla impostazione e sullo sviluppo di un modello economico-finanziario che, sulla base delle condizioni socio-economiche, demografiche, di sviluppo economico e dei mercati, ipotizzate nello studio di fattibilità, consenta di valutare, con la minore approssimazione possibile, la convenienza economica e la sostenibilità finanziaria di un progetto. Il piano dovrà:

- dimostrare la capacità del progetto di creare valore e generare un livello di redditività per il capitale investito adeguato rispetto alle aspettative dell'investitore privato; dovrà cioè dimostrare il grado di "bancabilità" del progetto;
- dimostrare la capacità del progetto di generare flussi monetari sufficienti a garantire il rimborso dei finanziamenti attivati;
- identificare ed analizzare i rischi principali connessi al progetto in modo da poter individuare modalità adeguate di copertura;
- dare conto delle possibili evoluzioni della convenienza economica e della sostenibilità finanziaria nel caso in cui si dovessero verificare eventi che possano influenzare la capacità del progetto di generare redditi.

Per quanto riguarda le garanzie, il promotore deve indicare le modalità con le quali intende coprire i rischi connessi alla fase precontrattuale, alla fase di esecuzione dell'opera e alla fase di gestione e manutenzione. La prima tipologia di rischi, riferiti

all'ipotesi di mancata sottoscrizione del contratto per fatto imputabile all'aggiudicatario, viene coperta mediante il versamento, da parte del proponente, di una cauzione pari al 2% dell'importo complessivo dei lavori. Tale cauzione, definita tecnicamente *bid bond*, può, in alternativa, essere prestata mediante polizza fideiussoria bancaria o assicurativa. I rischi relativi all'ipotesi che l'opera non venga realizzata secondo le prescrizioni contrattuali sono coperti da una tipologia di polizza chiamata tecnicamente *performance bond*. Infine i rischi relativi alla fase di gestione e manutenzione vengono coperti da polizze assicurative chiamate *maintenance bond*.

### ***Fase 3 – La valutazione della proposta***

L'ente valuta la fattibilità delle proposte avanzate sotto il profilo costruttivo, urbanistico ed ambientale, della qualità progettuale nonché dei seguenti altri elementi:

- funzionalità, fruibilità, accessibilità per il pubblico;
- rendimento, costo di gestione e di manutenzione;
- durata della concessione;
- tempi di ultimazione dei lavori; - tariffe da applicare e metodi di aggiornamento delle stesse;
- valore economico e finanziario del piano;
- contenuto della bozza di convenzione.

Verifica l'assenza di elementi ostativi alla realizzazione dell'iniziativa; esamina le proposte anche comparativamente con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa; sente, ove lo ritenga necessario o utile, i promotori; individua le proposte che considera di pubblico interesse.

### ***Fase 4 – L'indizione della gara***

Nella fase di valutazione non sussiste alcun vincolo di scelta. L'ente potrebbe ritenere le proposte non sufficientemente valide e adeguate al perseguimento dei propri obiettivi.

Ma se una proposta viene ritenuta valida e accettata, entro tre mesi l'ente deve indire sulla base di quella proposta una gara pubblica, da tenersi con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa per selezionare le due migliori offerte. Tali due offerte verranno messe in concorrenza con quella ritenuta valida in fase di valutazione e si darà avvio ad una procedura ristretta a tre.

### ***Fase 5 – La procedura negoziata e la nascita del rapporto di concessione***

Attraverso la gara vengono selezionati i due offerenti che avranno presentato il progetto contenuto nella proposta, alle condizioni di realizzazione migliori relativamente a prezzo, valore tecnico ed estetico dell'opera progettata, tempo di esecuzione dei lavori, rendimento, durata della concessione, modalità di gestione, livello e criteri di aggiornamento delle tariffe da praticare all'utenza. In questa valutazione le condizioni di prezzo potrebbero, paradossalmente, avere un peso non eccessivamente rilevante, soprattutto nei casi in cui la realizzazione avvenga con oneri totalmente a carico del concessionario.

Selezionate le due migliori proposte la concessione verrà affidata attraverso una procedura negoziata che vedrà coinvolti i due offerenti selezionati e il promotore, Nel caso in cui alla gara abbia partecipato un solo soggetto la procedura negoziata si svolgerà tra il promotore e questo unico soggetto. Se la gara è completamente disertata, la concessione è affidata direttamente al promotore.

Nella gara il promotore mantiene un diritto di prelazione nel senso che, se l'amministrazione ritiene che la migliore offerta sia quella proveniente da uno dei due offerenti selezionati, il proponente mantiene la possibilità di adeguare la propria offerta a quella, aggiudicandosi la concessione. I partecipanti alla procedura negoziata, non aggiudicatari della concessione sono comunque ricompensati con un indennizzo, a carico dell'aggiudicatario, nei limiti stabiliti dal comma 1, art. 37 bis (2,5% del valore dell'investimento).

### ***Fase 6 – La costituzione della società progetto e la realizzazione dell'opera***

Scaturito dalla procedura negoziata il vincitore della gara, sia esso il proponente o uno degli altri due offerenti, questo acquisisce il diritto alla stipula del contratto di concessione per la realizzazione e la gestione dell'opera pubblica.

L'art. 37 quinquies, legge n. 109/1994 prevede che l'aggiudicatario ha facoltà, subito dopo l'aggiudicazione, di costituire una società progetto.

Le società di progetto sono soggetti giuridici che nella terminologia finanziaria anglosassone sono noti con il nome di *Special purpose vehicle* (s.p.v.). Normalmente la loro presenza nelle operazioni finanziarie è richiesta ogni qualvolta vi sia l'esigenza di creare un'entità giuridica (nella forma di s.p.a. o di s.r.l.) con autonoma capacità

economica e patrimoniale, con oggetto sociale limitato alla realizzazione di uno specifico progetto o operazione e alla quale imputare tutte le obbligazioni nascenti da quello stesso progetto o operazione.

La definizione classica di project financing evidenzia come la presenza di una s.p.v, sia perfettamente aderente alle esigenze funzionali e strutturali dello strumento. Si è in presenza, infatti, di uno specifico progetto per il quale è necessaria una precisa identificazione e separazione economica e giuridica, e ciò per due ragioni:

- a) al fine di evitare che possa esservi commistione tra le risorse reperite destinate alla realizzazione dell'opera pubblica;
- b) al fine di una corretta canalizzazione delle risorse prodotte dal progetto a favore di una puntuale soddisfazione del servizio del debito.

L'ultimo capoverso del comma 1 del citato art. 37 quinquies precisa che il bando di gara possa prevedere come obbligatoria la costituzione della società di progetto.

Sempre lo stesso articolo afferma che la società di progetto subentra, non appena costituita, nel rapporto concessorio diventando concessionaria a titolo originario e sostituendo l'aggiudicatario in tutti i rapporti con l'amministrazione concedente.

A questo punto per poter avviare la realizzazione dell'opera pubblica è necessario l'intervento dei finanziatori che forniscono i capitali che, successivamente, saranno restituiti grazie ai flussi di cassa generati dalla gestione dell'opera pubblica.<sup>11</sup>

È certamente questo un momento ad alto rischio per il fornitore dei finanziamenti in quanto il progetto in questa fase prevede solo esborsi monetari, mentre i flussi di cassa positivi ci saranno se, e quando, l'opera sarà terminata. Questa elevata rischiosità, insita nel concetto più puro di project financing, nella realtà viene attenuata da particolari clausole che garantiscono un più elevato grado di "bancabilità" presso i finanziatori.<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> Appare evidente come sia questo il momento in cui si concretizza l'essenza del project financing. Si realizza, infatti, un'operazione di credito finalizzata al raggiungimento di un determinato obiettivo la cui unica vera garanzia è il raggiungimento dell'obiettivo stesso.

<sup>12</sup> Il project financing classico nel quale il finanziatore di un progetto confida, per la restituzione del suo prestito, solo nei flussi di cassa del progetto è definito in gergo finanziario *whitout recourse* (senza ricorso). L'espressione esprime chiaramente il concetto in base al quale il finanziatore del progetto non potrà rivalersi in nessun modo, e in nessun caso, sui promotori dell'iniziativa. Ma è evidente come una clausola del genere sia accettabile solo nell'ipotesi in cui ci si trovi di fronte ad un'iniziativa che garantisca flussi di cassa abbondanti e stimabili con sufficiente precisione; se si considera che il project financing di cui qui ci si occupa è quello relativo alla realizzazione di opere pubbliche produttrici di servizi remunerati da tariffe (che difficilmente coprono l'intero costo di produzione) e la cui domanda è influenzata dai mutevoli bisogni della collettività, è altrettanto evidente come difficilmente un istituto di credito potrà approvare il finanziamento di un progetto *whitout recourse* accettando un'assunzione di rischio molto vicina a quello imprenditoriale.

### ***Fase 7 – La gestione dell’opera***

Una volta realizzata l'opera pubblica si passa alla fase dell'operatività. Con essa il progetto inizia a generare i primi ricavi grazie ad un incremento graduale dei flussi di cassa fino all'entrata a regime. Occorre distinguere la fase dell'avvio da quella di vero e proprio esercizio. La prima è quella che va dal collaudo all'entrata a regime durante la quale vengono raggiunti i primi flussi di cassa positivi previsti dai piani finanziari. Si tratta di una fase ancora rischiosa caratterizzata da esborsi di denaro e da incertezza circa i redditi futuri. Successivamente con la fase del pieno esercizio si ha la stabilizzazione dei flussi di cassa e con essi la possibilità di rimborsare regolarmente il debito acceso con i finanziatori.

Solo a questo punto il rischio per il finanziatore comincia a diminuire a patto, tuttavia, che si effettuino costantemente le verifiche circa le corrette procedure di gestione e manutenzione delle opere affinché i flussi di cassa attesi si verifichino realmente.

#### ***3.3.2 I vantaggi e le criticità del Project financing***

La rischiosità di un'operazione di project financing può essere analizzata sia dal punto di vista del progetto in generale sia dal punto di vista dei finanziatori.

Relativamente al primo aspetto, il rischio massimo si ha nella fase di promozione del progetto in quanto il soggetto promotore sostiene una serie di costi per la presentazione del progetto senza avere nessuna certezza che l'ente possa considerarlo valido e accettarlo. Le spese sostenute sono relative allo studio e allo sviluppo del progetto. In

---

La clausola normalmente accettata dai finanziatori è normalmente quella che si definisce limited recourse. Questa si traduce in garanzie accessorie e collaterali del prestito, solitamente obbligazioni di fare, sottoscritte dai promotori del progetto o da soggetti terzi, che si attivano ogni qualvolta ci si trovi in una determinata situazione definita contrattualmente dalle parti come rischiosa. Esempi di tali garanzie possono essere: a) la costituzione di pegno sulle azioni della s.p.v. e sui dividendi; b) l'impegno degli azionisti a immettere capitale nella s.p.v. preventivamente rispetto ai finanziatori oppure in osservanza di un determinato rapporto di indebitamento; c) il rilascio di garanzia da parte dei promotori o di terzi per il completamento dell'opera anche nel caso dell'insorgenza di costi non previsti.

Queste previsioni contrattuali di garanzia, così come quelle viste in precedenza ( bid, performance e maintenance bond), coordinate tra loro nell'ottica di mitigare e ripartire i rischi complessivi del progetto sono parte del c.d. Security package (Pacchetto assicurativo del progetto).

questa fase, il soggetto finanziatore non è esposto a nessun rischio, mentre il rischio è soprattutto politico e progettuale.

Una volta aggiudicato il contratto di concessione, inizia la fase di costruzione. A questo punto, il rischio complessivo del progetto inizia a calare, nel senso che aumentano le probabilità che l'opera venga realizzata.

Durante la fase di costruzione, occorrerà monitorare diverse categorie di rischio: i rischi amministrativi legati all'ottenimento delle autorizzazioni necessarie, i rischi legati alla tecnologia adottata, i rischi legati alla realizzazione materiale dell'opera. Sotto quest'ultimo profilo, si pensi a costi non preventivati, a ritardi nell'esecuzione dei lavori, al mancato rispetto delle specifiche tecniche.

Iniziata la fase di gestione e riscontrata la capacità dell'opera di generare flussi di cassa adeguati a rimborsare il debito, il rischio a carico dei soggetti finanziatori si riduce notevolmente senza, tuttavia, annullarsi. Per tutta la durata del progetto, infatti, permarranno una serie di rischi: il rischio legato all'errata previsione della domanda, il rischio legato all'impossibilità di reperire gli input produttivi ai costi ipotizzati, il rischio di errata gestione del progetto da parte della società veicolo, il rischio di variazione del tasso di inflazione e del tasso di interesse.

Concentrando l'attenzione sull'amministrazione pubblica, il ricorso al project financing implica diversi vantaggi. Innanzitutto, l'amministrazione locale riesce a realizzare investimenti con un ridotto o nullo utilizzo di risorse finanziarie proprie.

L'utilizzo della finanza di progetto presuppone la stipula di un contratto di fornitura dell'opera in grado di far gravare sul fornitore i rischi di costi non preventivati e di ritardi, cosa possibile anche nel caso di appalti tradizionali, tuttavia la relazione tra costruzione e gestione e soprattutto il rimborso del debito e la remunerazione degli azionisti della società veicolo incentivano l'ottenimento del massimo risultato già in fase di costruzione.

Attraverso il coinvolgimento di soggetti specializzati all'interno della società veicolo e tramite contratti commerciali *ad hoc* si garantisce la corretta gestione di ciascuna attività operativa.

Le operazioni di project financing non sono, però, immuni da rischi. In particolare, si allungano i tempi di realizzazione dell'opera. L'iniziativa potrà avviarsi solo una volta concluso il processo di negoziazione e firmati i contratti. Tale operazione può comportare tempi molto più lunghi rispetto a quelli di un appalto tradizionale.

Elevati sono i costi richiesti dalla strutturazione dell'operazione. I costi più elevati derivano principalmente dal maggior numero dei consulenti coinvolti, da tassi di interesse e commissioni bancarie elevati, dalla copertura assicurativa.

### 3.2 Il leasing

Altro strumento rientrante nell'ambito della finanza innovativa è costituito dal leasing, ampiamente consolidato nell'ambito delle aziende private, che consente di frazionare nel corso del tempo l'acquisizione di un fattore a fecondità ripetuta.

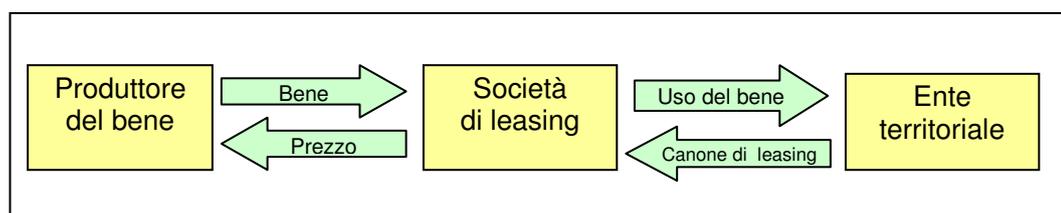
In forza di tale contratto, l'utilizzatore per un certo periodo corrisponde dei canoni (che comprendono gli interessi e gli ammortamenti) al concedente con la possibilità nella maggioranza dei casi di riscattare (ossia di acquisire a titolo definitivo) al termine di tale periodo il bene ad un prezzo generalmente piuttosto contenuto (prezzo di riscatto).<sup>13</sup>

Per gli enti territoriali, il ricorso al leasing è stato previsto dal D. Lgs. n. 358 del 1999 ed è stato ulteriormente disciplinato dal D. Lgs. n. 402 del 1998.

Il leasing si articola in tre tecniche operative: il leasing finanziario, il leasing operativo e il cosiddetto leasing di ritorno (*sale and lease-back*).

Il leasing finanziario è concluso nell'ambito di un'operazione trilaterale alla quale partecipano la società di leasing (concedente), l'ente interessato all'utilizzo del bene (utilizzatore) ed un'impresa che produce il bene stesso. Il leasing finanziario può avere ad oggetto beni mobili ed immobili (anche costruiti ad hoc) che l'azienda locatrice acquista appositamente per conto dell'ente richiedente. L'azienda locatrice è, infatti, un intermediario finanziario distinto dal produttore del bene.

**Fig. 3.1 – Struttura del leasing finanziario**



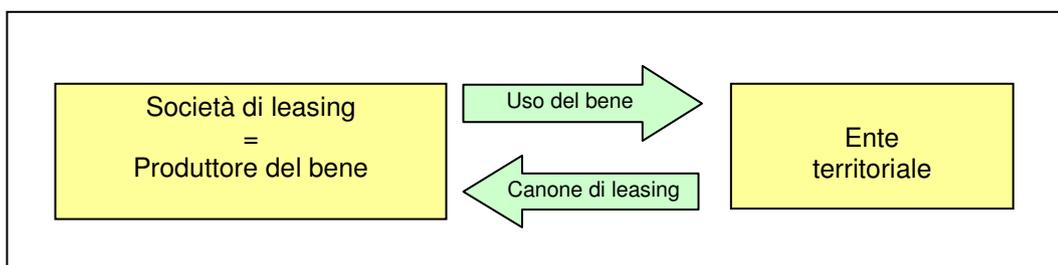
Fonte: Ns. elaborazione

<sup>13</sup> Il leasing è una figura contrattuale introdotta nell'ordinamento attraverso la pratica contrattuale che ha importato il modello dall'esperienza dei Paesi di *common law* e lo ha poi trasfuso nel diritto interno in virtù dell'art. 1322 del codice civile.

Il canone di locazione comprende, oltre agli oneri relativi alla disponibilità del bene, anche le quote di ammortamento e gli oneri finanziari. Non comprende invece le spese di funzionamento e manutenzione, che rimangono in capo al locatario. Alla fine del contratto è quasi sempre prevista la clausola di riscatto del bene, il cui prezzo è relativamente basso.

Il leasing operativo è assimilabile al contratto di noleggio o locazione di tipo tradizionale. Ha ad oggetto generalmente beni di tipo tradizionale, standardizzati e a rapida obsolescenza (ad esempio, computer, apparecchiature d'ufficio). Il contratto ha in genere una durata breve e non correlata alla vita tecnico-economica del bene ceduto. Le aziende locatrici sono in genere le stesse aziende che forniscono il bene e la clausola di riscatto alla fine del contratto non è in genere prevista (si provvede piuttosto alla dilazione del periodo di noleggio) (v. Fig. 3.2).

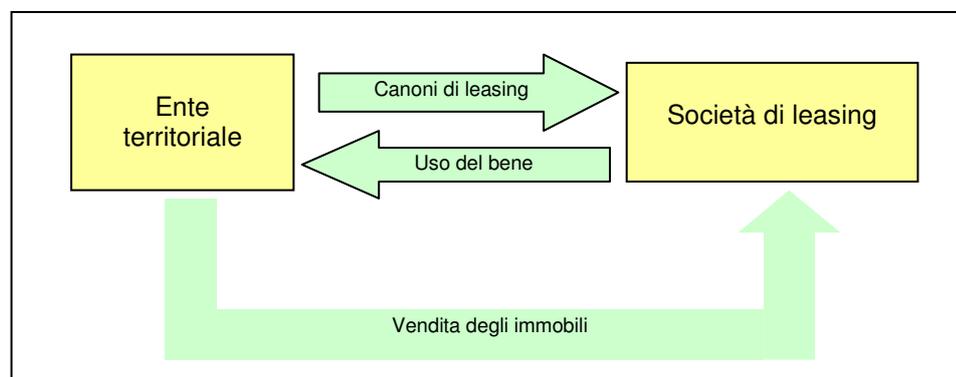
**Fig. 3.2 – Struttura del leasing operativo**



Fonte: Ns. elaborazione

Con il *sale and lease-back* l'ente vende propri beni (mobili o immobili) ad una società di leasing che ne paga il prezzo. Nel contempo, quest'ultima stipula con l'ente un contratto di leasing avente ad oggetto gli stessi beni. Questi restano perciò nella disponibilità dell'ente, che pagherà i canoni di leasing e potrà riacquistarli alla scadenza esercitando la relativa opzione (v. Fig. 3.3).

**Fig. 3.3 – Struttura del *sale and lease back***



Fonte: Ns. elaborazione

Il *sale and lease-back* può costituire uno strumento di finanziamento alternativo per un ente che si trovi in temporanee difficoltà finanziarie, e può essere utilizzato nell’ambito di più articolate operazioni finanziarie.<sup>14</sup>

L’operazione di leasing si svolge attraverso un bando pubblico nel quale viene evidenziata non solo la natura del bene che si intende acquisire, ma vengono individuate anche le caratteristiche finanziarie dell’operazione: la durata, il costo rappresentato da un canone comprensivo sia di una quota capitale che di una quota interessi, le modalità di riscatto del bene.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> Al riguardo, appare interessante l’esperienza della Regione Lazio finalizzata a risanare il deficit accumulato dalle aziende sanitarie. L’operazione è stata così articolata: le Aziende Sanitarie hanno ceduto parte del loro patrimonio immobiliare indisponibile (così come consentito dalla legge) ad una società (SAN.IM.) a prevalente capitale regionale. Il patrimonio immobiliare ceduto a tale società è stato concesso, mediante un contratto di tipo “sale and lease back”, in locazione finanziaria alle stesse Aziende Sanitarie, con facoltà di esercitare il diritto di opzione per il riacquisto della proprietà dei beni ad un prezzo prestabilito. Per pagare l’acquisto degli immobili, la società SAN.IM. ha ceduto ad una società veicolo il portafoglio dei canoni di leasing. La società veicolo ha finanziato l’acquisto del portafoglio crediti mediante un’operazione di cartolarizzazione emettendo sul mercato 4 tranches di obbligazioni: due tranches sono state emesse in euro per un valore di 200 milioni ciascuna; la terza è stata effettuata in dollari per un importo di 450 milioni e la quarta in sterline per 200 milioni. Alle scadenze dei pagamenti stabilite dai contratti di locazione finanziaria, sarà la regione ad effettuare la diretta erogazione alla SAN.IM. od alla società veicolo dei canoni dovuti dalle aziende sanitarie, a garanzia dei titoli emessi a fronte della cartolarizzazione. La regione garantirà il pagamento dell’affitto degli immobili, originando sul proprio bilancio una spesa corrente per circa 100 milioni di euro all’anno per un periodo di tempo di circa 30 anni. In tal modo, la regione ha sanato parte del deficit pregresso accumulato al 2000 (4,6 miliardi di euro) evitando ricorrere ad un’emissione obbligazionaria, che avrebbe raddoppiato il debito regionale. Cfr. Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, Soveria Mannelli, pp. 127 e segg.

<sup>15</sup> L’art. 2 del D.Lgs. 358/1992, come modificato dal D.Lgs. 402/1998, adottato in recepimento delle direttive comunitarie in materia di pubbliche forniture, assoggetta espressamente le amministrazioni aggiudicatrici, nella conclusione dei contratti a titolo oneroso aventi per oggetto la locazione finanziaria, alle regole di

Per l'ente, i vantaggi del ricorso al leasing possono riguardare:

- la minimizzazione dell'impatto immediato dell'investimento dal momento che, a fronte della disponibilità del bene, non è richiesto il versamento dell'intero importo del prezzo, ma il costo è spalmato su più esercizi;
- il finanziamento può essere effettuato in un arco di tempo di breve o medio periodo e può, pertanto, essere gestito in maniera più flessibile rispetto alle tradizionali forme di finanziamento.

Inoltre, il canone di leasing non rientra tra gli oneri che contribuiscono alla definizione del limite di indebitamento.

Occorre, tuttavia, considerare che essendo il canone di leasing una spesa corrente, esso incide sul rispetto dei vincoli stabiliti dal patto di stabilità interno. Il canone di leasing, infatti, pur comprendendo sia una quota capitale che una quota interessi, viene contabilmente considerato un unicum e va ad incidere in maniera rilevante sulla definizione del saldo finanziario ai fini del patto di stabilità.

Al riguardo, una parte della dottrina mantiene una certa resistenza all'utilizzo di questo strumento negoziale. Infatti, i limiti alla creazione di disavanzi eccessivi in una fase di congiuntura economica sfavorevole, le politiche economiche tendenti alla limitazione delle spese, il rispetto dei parametri finanziari fissati dal patto di stabilità, che costituisce parte integrante del Trattato dell'Unione Monetaria, potrebbero rappresentare un ostacolo all'utilizzo dell'istituto.

### **3.3 La cartolarizzazione dei crediti e degli immobili**

La cartolarizzazione è una tecnica finanziaria nata negli Stati Uniti alla fine degli anni Settanta ed utilizzata anche in Europa a partire dal decennio successivo.

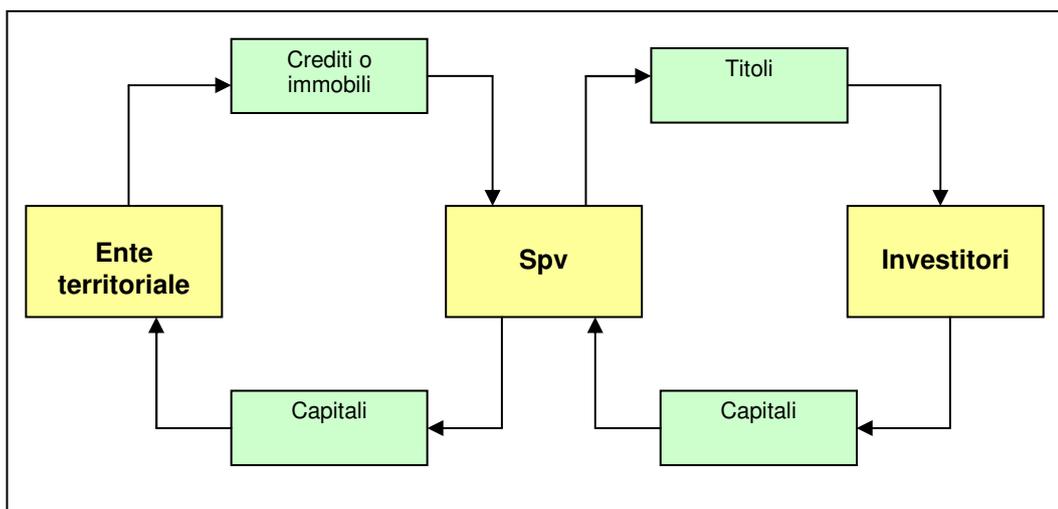
Attraverso un'operazione di cartolarizzazione, liquidità differite o altre attività, di proprietà di aziende pubbliche o private (*originator*) vengono smobilizzate e cedute ad un soggetto terzo (*Special purpose vehicle* – *Spv*), il quale, per finanziare l'acquisto,

---

matrice comunitaria improntate alla libera e trasparente circolazione dei fattori della produzione. Dalla formulazione normativa si evince, pertanto, l'assoggettabilità della scelta del partner contrattuale della pubblica amministrazione alla procedura dell'evidenza pubblica.

raccoglie risorse emettendo titoli atipici<sup>16</sup> sul mercato obbligazionario che saranno successivamente rimborsati grazie alla realizzazione dei beni precedentemente acquistati (v. Fig.3.4).<sup>17</sup>

**Fig. 3.4 – Struttura di un'operazione di cartolarizzazione**



Fonte: Ns. elaborazione

Con la cartolarizzazione, pertanto, si realizza liquidità immediatamente utilizzabile dallo smobilizzo di crediti o attività immobiliari mediante una trasformazione finanziaria di elementi patrimoniali. Inoltre, l'operazione consente di ridurre i rischi connessi a tale

<sup>16</sup> Si tratta di titoli simili alle obbligazioni, tecnicamente definiti Abs (Asset Backed Securities), e garantiti dai flussi di cassa derivanti dai beni ceduti.

<sup>17</sup> A norma dell'articolo 1 della Legge 130 del 1999, il legislatore italiano nella formazione della struttura di base si è ispirato al modello anglosassone. Secondo tale schema, il soggetto titolare del credito (*originator*) cede il credito stesso a un altro soggetto, cessionario o società veicolo (*special purpose vehicle*), il quale secondo il disposto dell'articolo 3, deve essere una società a ciò costituita, avente a oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. La società veicolo può, a sua volta, emettere direttamente o tramite altra società, i titoli che devono finanziare l'operazione di acquisizione dei crediti.

A garanzia dei sottoscrittori dei titoli è prevista la capacità della separazione dei patrimoni della società concessionaria, nel senso che i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni poste in essere dalla società stessa. Ciò implica che, potendo la società veicolo realizzare più operazioni di cartolarizzazione, ciascuna emissione di titoli è funzionale a un gruppo di crediti acquistati dalla società stessa e il titolo emesso dalla società cessionaria o dalla società emittente, se diversa dalla prima, non è garantito dal patrimonio della società ma dai soli crediti relativi all'operazione.

Cfr. Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, Soveria Mannelli.

trasformazione: trasformare attività differite (crediti) o attività fisse (immobili) in liquidità immediate (denaro contante) comporta sia rischi di credito legati all'eventuale insolvenza dei creditori sia rischi di mercato legati alla possibilità di vendita degli immobili a condizioni poco vantaggiose.

L'operazione di cartolarizzazione permette, tramite un procedimento detto di "segregazione ed isolamento degli asset" di trasferire su soggetti terzi questi rischi.

Se si esamina l'operazione con riferimento allo stato patrimoniale dell'ente, si evidenzia uno spostamento di parte del patrimonio dal "gruppo" delle attività fisse o delle liquidità differite al "gruppo" delle liquidità immediate, lasciando inalterato il totale dell'attivo patrimoniale (v.Fig. 3.5)<sup>18</sup>.

Per quanto riguarda i riferimenti normativi sulla cartolarizzazione, la disciplina fondante è contenuta nella legge n. 130 del 1999 ("Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti"). L'articolo 1 della Legge 130 del 1999 delinea il proprio campo di applicazione con riferimento alle operazioni di cartolarizzazione che si realizzano mediante cessioni a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco ad una società specializzata esclusivamente nel compimento di tali operazioni.<sup>19</sup>

Successivamente, l'articolo 76 della Legge 21 novembre 2000, n. 342 ha stabilito che gli Enti Locali "possono cedere a terzi a titolo oneroso i loro crediti tributari compresi gli accessori per interessi, sanzioni e penalità". E' stabilito inoltre che i rapporti tra Ente Locale e cessionario devono essere regolati da apposita convenzione. Secondo il comma 2 dello stesso articolo, l'ente è tenuto a garantire l'esistenza del credito al momento della cessione, ma non risponde dell'insolvenza del debitore. La legge, dunque, consente cessioni pro soluto, ma non operazioni pro solvendo. Le cessioni, infine, non necessitano dell'accettazione del debitore; i privilegi e le garanzie di qualunque tipo che assistono i credito oggetto della cessione conservano la loro validità ed il loro grado in favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità o annotazione.

---

<sup>18</sup> In realtà, questa è un'ipotesi semplificativa, dal momento che trasformare attività rischiose (liquidità differite e immobilizzazioni) in attività prive di rischio (liquidità immediate) comporta il sostenimento di costi per cui un'immobilizzazione del valore di 100 si trasformerà in liquidità per un valore inferiore a 100 (100 meno l'ammontare dei costi dell'operazione).

<sup>19</sup> La norma lascia ampio margine discrezionale per la cartolarizzazione dei crediti, senza escludere che la cessione possa riguardare anche crediti di difficile solvibilità.

**Fig. 3.5 – Impatto della cartolarizzazione sul patrimonio dell'ente**

<b>Prima della cartolarizzazione</b>			
<b>Conto del Patrimonio</b>			
<b>Attivo</b>		<b>Passivo</b>	
<b>A) Immobilizzazioni</b>		<b>A) Patrimonio netto</b>	40
II Materiali	100	<b>B) Conferimenti</b>	80
<b>B) Attivo circolante</b>		<b>C) Debiti</b>	50
II Crediti	50		
IV Disponibilità liquide	20		
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>170</b>	<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>170</b>

<b>Dopo la cartolarizzazione</b>			
<b>Conto del Patrimonio</b>			
<b>Attivo</b>		<b>Passivo</b>	
<b>A) Immobilizzazioni</b>		<b>A) Patrimonio netto</b>	40
II Materiali	0	<b>B) Conferimenti</b>	80
<b>B) Attivo circolante</b>		<b>C) Debiti</b>	50
II Crediti	0		
IV Disponibilità liquide	170		
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>170</b>	<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>170</b>

Fonte: Ns adattamento da Trudu M. (2005), *Gli strumenti di finanza innovativa per gli Enti locali*, Ipsoa.

Rispetto al settore pubblico, particolare importanza assume il D. L. n. 351 del 2001, convertito con modifiche nella Legge n. 410 del 2001, sulla cui base sono state

istituite ed hanno operato alcune società a responsabilità limitata, chiamate "società cartolarizzazione immobili pubblici" (Scip). Il primo articolo di questa legge prevede che l'Agenzia del demanio operi una ricognizione:

- dei beni del patrimonio immobiliare dello Stato;
- dei beni degli enti pubblici non territoriali;
- dei beni non strumentali in precedenza attribuiti a società a totale partecipazione pubblica, diretta o indiretta, riconosciuti di proprietà dello Stato;
- dei beni ubicati all'estero;
- dei beni di regioni, province, comuni ed altri enti locali che ne facciano richiesta;
- dei beni utilizzati per uso pubblico, ininterrottamente da oltre venti anni, con il consenso dei proprietari.

Successivamente, mediante decreti dirigenziali, si provvede all'individuazione dei singoli beni, distinguendo tra beni demaniali e beni facenti parte del patrimonio indisponibile e disponibile. I beni immobili così individuati possono poi essere trasferiti a titolo oneroso alle Scip, le quali sono "società aventi ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio dello Stato e degli enti pubblici".

Con specifico riferimento agli enti territoriali, l'art. 84 della Legge n. 289 del 2002 (legge finanziaria per il 2003) autorizza le regioni, le province, i comuni e gli altri enti locali "a costituire o a promuovere la costituzione di società a responsabilità limitata aventi ad oggetto esclusivo la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari" (comma 1). La relativa disciplina risulta in gran parte da rinvii alla l. 410/2001. Il trasferimento degli immobili alle società, a titolo oneroso, avviene per atto pubblico o scrittura privata autenticata preceduta da delibera dell'organo competente dell'ente, per il cui contenuto si rinvia alla disposizione della l. 410/2001 che disciplina i decreti di trasferimento del Ministero dell'Economia e delle Finanze.<sup>20</sup>

---

<sup>20</sup> La cessione degli immobili ai fini della realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione è applicabile anche alle Aziende Sanitarie Locali e alle Aziende Ospedaliere.

### 3.3.1 La cartolarizzazione dei crediti

La prima fase di un'operazione di cartolarizzazione consiste nell'individuazione dei crediti da cartolarizzare.

La procedura di cartolarizzazione è molto complessa e già in questa prima fase l'ente è normalmente affiancato da un consulente (*arranger*). Si tratta generalmente di una banca d'affari che ha il compito di strutturare l'operazione e di coinvolgere tutte le parti ritenute necessarie per il suo successo. *Arranger* sono anche gli avvocati che curano il rispetto delle procedure legali.<sup>21</sup>

Nel dettaglio l'*arranger* svolge le funzioni di:

1. analisi degli *asset* cartolarizzabili detenuti dall'*originator*;
2. scelta della struttura da adottare per l'implementazione dell'operazione;
3. scelta dei collaboratori;
4. predisposizione del corpus contrattualistico necessario affinché la cessione sia regolare;
5. costituzione del sindacato di banche incaricate del collocamento dei titoli;
6. mantenimento delle relazioni con le autorità che controllano il mercato creditizio e borsistico.

Una volta individuati i crediti, questi vengono ceduti ad una società appositamente costituita e denominata "Special purpose vehicle". Questa società acquista i crediti per separare il rischio di inadempimento dei debitori ceduti da quello di insolvenza o fallimento dell'*originator*, provvedendo inoltre all'emissione delle obbligazioni, direttamente o tramite una società di "emissione". Il fattore critico di successo per la società di progetto è rappresentato dall'esatta previsione della misura e dei ritmi con i quali si verranno a generare i flussi di cassa del complesso dei crediti acquisiti.

Per acquistare gli *asset*, la *spv* reperisce le risorse tramite un'emissione di titoli garantiti esclusivamente dagli stessi *asset* che, pertanto, sono gravati da un vincolo di destinazione e costituiscono un patrimonio separato.

Nelle operazioni di cartolarizzazione, infatti, un ruolo chiave è assunto dal meccanismo di isolamento dei blocchi di credito ceduti. Ciò implica che ciascun blocco

---

<sup>21</sup> Il coinvolgimento dell'*arranger* potrebbe non essere necessario se all'interno dell'ente sono presenti risorse umane dotate di competenze specialistiche in materia finanziaria.

di crediti detenuto dalla Spv è separato dal patrimonio della società stessa e dal patrimonio relativo alle altre operazioni.

Questo vuol dire che gli investitori possessori dei titoli non avranno come garanzia dei loro diritti l'intero patrimonio della spv, ma soltanto il gruppo di crediti cartolarizzati in riferimento ai quali i titoli sono stati emessi.

Conseguentemente, la spv non si assume nessun rischio di credito e, pertanto, per la sua costituzione non è richiesto alcun patrimonio minimo.

I titoli emessi a fronte dei crediti cartolarizzati sono chiamati Abs. Sono simili alle obbligazioni, ma da queste ultime si differenziano per una serie di ragioni. Innanzitutto, i titoli Abs costituiscono uno strumento finanziario il cui oggetto è determinato con riferimento ad altri titoli per cui, a norma dell'art. 1 del D. Lgs. n. 58 del 1998, essi costituiscono "strumenti derivati di credito". In secondo luogo, a differenza delle obbligazioni, i titoli Abs sono ad esigibilità limitata in quanto circoscritta dal portafoglio di creditori cui i crediti sottostanti si riferiscono.

I titoli Abs possono essere offerti sia ad investitori professionali sia a piccoli risparmiatori. Nel caso in cui venga fatto appello al pubblico risparmio, l'operazione deve essere assoggettata a rating. Il giudizio di rating è rilasciato dalle apposite agenzie e fa riferimento esclusivamente alla capacità degli asset ceduti di generare flussi di cassa sufficienti per il rimborso, alle scadenze, dei titoli, e non rileva le qualità economico-patrimoniali del soggetto emittente.

La restituzione del capitale agli investitori proprietari dei titoli Abs avviene nel momento in cui la società veicolo incassa i crediti presenti nel portafoglio a fronte dei quali i titoli erano stati emessi.

Come si evince da quanto detto in precedenza, un'operazione di cartolarizzazione è alquanto complessa e richiede competenze specifiche in ogni sua fase. Riepilogando, essa richiede:

- una corretta individuazione dei crediti da cedere;
- la costituzione della società veicolo;
- l'emissione dei titoli e il loro collocamento presso gli investitori;
- la gestione dei crediti ceduti e dei flussi di cassa da essi derivanti.

Per svolgere tali funzioni sono richieste figure professionali adeguate. Pertanto, oltre all'originator, all'arranger, alla società veicolo e agli investitori, altri soggetti sono coinvolti nelle operazioni (v. Fig. 3.6).

In particolare:

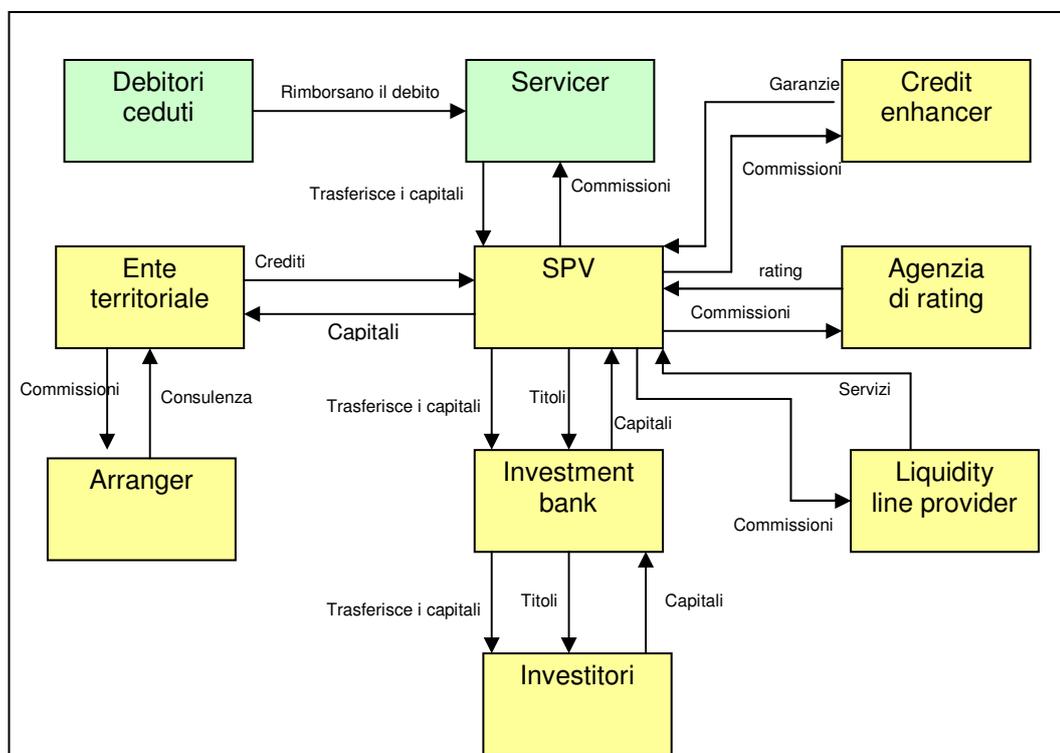
- il *servicer*: è il responsabile della gestione degli attivi e dei *cash flows* provenienti dagli attivi cartolarizzati. Il *servicer* deve essere una banca o un intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale di cui all'articolo 107 del T.U. in materia bancaria e creditizia. Assolve il compito di riscuotere i crediti ceduti e di svolgere i servizi di cassa e di pagamento. Lo stesso, inoltre, redige periodicamente una relazione informativa riguardo lo stato del portafoglio degli attivi venduti;
- l'*Investment bank*: è la banca che può sottoscrivere i titoli derivanti da un'operazione di cartolarizzazione, per poi collocarli tramite un'offerta pubblica o collocare i titoli privatamente. Nell'ultimo caso la banca funge semplicemente da agente tra gli acquirenti e il venditore, in qualità di advisor dell'operazione.

Inoltre, l'agenzia di rating esprime il giudizio sulla capacità degli attivi nel generare il cash flow necessario al pagamento degli investitori, sulla struttura finanziaria dell'emissione, sulla struttura legale e i rischi connessi.

Nell'operazione è coinvolta anche una banca (*Liquidity line provider*) che mette a disposizione delle linee di credito temporanee, per evitare che ritardi negli incassi dei crediti possano pregiudicare il pagamento degli investitori alle scadenze prefissate.

Infine, per ridurre il rischio dell'emissione, lo stesso ente o un soggetto terzo (*Credit enhancer*) possono offrire delle garanzie. Nel caso in cui ad offrire tali garanzie sia lo stesso ente, è evidente che mentre il rischio dell'operazione aumenta, parallelamente il costo si riduce.

**Fig. 3.5 – I soggetti coinvolti in un’operazione di cartolarizzazione**



Fonte: Ns. elaborazione

Sono stati esaminati precedentemente gli effetti della cartolarizzazione sullo stato patrimoniale dell'ente. Per quanto riguarda, invece, gli effetti sul bilancio preventivo, si registreranno delle spese di consulenza (laddove la pubblica amministrazione si avvalga di *arranger* esterni), una riduzione delle entrate correnti (relativa al titolo cui afferiscono i crediti ceduti) ed un aumento delle entrate extratributarie originato dall'operazione di cartolarizzazione.

### **3.3.2 La cartolarizzazione immobiliare**

Oltre ai crediti, gli altri cespiti sui quali si possono effettuare operazioni di cartolarizzazione sono gli immobili.

La procedura di cartolarizzazione degli immobili è molto simile a quella esposta per i crediti.

Gli enti territoriali, come la maggior parte degli enti pubblici, dispongono di immobili che producono un basso reddito e per i quali sopportano ingenti costi di gestione. Alcuni di tali immobili non sono funzionali all'attività degli enti e potrebbero essere dimessi consentendo alle amministrazioni pubbliche di generare liquidità. Tuttavia, i programmi di dismissione degli immobili, complessi da gestire, si sono spesso rivelati fallimentari.<sup>22</sup>

Mediante un'operazione di cartolarizzazione, l'ente territoriale può dimettere l'immobile trasferendone la proprietà ad una società veicolo che si occupa di gestirne la vendita.

L'ente pubblico si spoglia nell'immediatezza della proprietà del bene, ricevendo al tempo stesso una parte del prezzo di cessione. Il prezzo di cessione iniziale è finanziato mediante l'emissione di titoli.

La successiva gestione degli immobili, riguardante sia la locazione che la vendita degli stessi, è condotta direttamente da intermediari per conto della società veicolo che, una volta portata a compimento la vendita, eroga il saldo all'ente pubblico e acquisisce le risorse finanziarie da restituire agli investitori.

Per l'ente il vantaggio è rappresentato dal ricevere immediatamente la liquidità derivante dalla dismissione immobiliare, senza dover gestire direttamente le procedure di vendita degli immobili.

Tuttavia, l'operazione ha un costo. Per gli enti di piccole dimensioni la soluzione potrebbe essere rappresentata dalla ripartizione dei costi iniziali attraverso la costituzione, da parte di più enti, di un'unica società veicolo a cui trasferire separatamente i vari patrimoni immobiliari.

Nel caso di cartolarizzazione immobiliare, nel bilancio preventivo, l'ente non registrerà, come nel caso della cartolarizzazione dei crediti, alcuna variazione in diminuzione delle entrate. Saranno contabilizzate le entrate da cartolarizzazione e le eventuali spese di consulenza.

---

<sup>22</sup> Cfr. Meola A., Antonelli R. (2005), *Strategia finanziaria e finanza innovativa negli Enti locali*, Maggioli Editore, Rimini.

### 3.4 I fondi comuni di investimento immobiliare

I fondi comuni di investimento immobiliare sono fondi il cui patrimonio indiviso è di pertinenza di una pluralità di partecipanti ed è gestito da società specializzate (Società di Gestione del Risparmio) che investono in immobili, in diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari. Il fondo è un patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte. Il patrimonio del fondo può essere raccolto mediante una o più emissioni di quote. Il fondo comune di investimento immobiliare con apporto pubblico (d'ora innanzi fondo con apporto pubblico) costituisce una particolare categoria dei fondi comuni di investimento immobiliare.

Grazie ai fondi immobiliari con apporto pubblico le pubbliche amministrazioni possono realizzare una dismissione intermediata degli immobili. L'operazione può essere schematizzata in due fasi.

Dapprima avviene l'apporto al fondo degli immobili da parte della pubblica amministrazione. La pubblica amministrazione riceve, in cambio degli immobili, quote del fondo. Successivamente la pubblica amministrazione colloca tramite la società di gestione del fondo immobiliare o istituti di credito le proprie quote presso gli investitori privati o istituzionali, operando in tal modo una dismissione finale e ricavandone in cambio risorse finanziarie da dedicare al finanziamento degli investimenti pubblici.<sup>23</sup>

Diversi sono i soggetti che intervengono nella realizzazione di un fondo con apporto pubblico:

- il soggetto conferente che conferisce al fondo gli immobili ricavandone in cambio quote, da cedere poi sul mercato in cambio di risorse finanziarie da destinare al finanziamento di nuovi investimenti;
- gli *advisor* immobiliari che svolgono per conto della pubblica amministrazione l'attività di analisi del patrimonio immobiliare sia dal punto di vista tecnico, sia dal punto di vista economico. L'*advisor* immobiliare

---

<sup>23</sup> I fondi comuni di investimento immobiliare con apporto pubblico differiscono dai fondi immobiliari ordinari per il fatto che il patrimonio viene acquisito prima del collocamento delle quote. In questo modo si dispone di una redditività pregressa che, costituisce un utile punto di riferimento per la stima del fondo e delle quote.

Mentre nei fondi immobiliari ordinari, la fase di collocamento delle quote avviene antecedentemente alla costituzione del patrimonio, nel caso dei fondi con apporto pubblico essa è successiva alla realizzazione del fondo.

conduce congiuntamente con le pubbliche amministrazioni la ricognizione del patrimonio, l'individuazione dei beni disponibili, la raccolta delle informazioni, l'analisi dei redditi attuali e potenziali ed infine l'individuazione del valore dell'apporto;

- gli *advisor* finanziari che elaborano i piani ed i progetti per la costituzione di un fondo o società immobiliari, valutano le diverse opzioni ed opportunità di investimento-finanziamento e svolgono assistenza per la quotazione in borsa delle quote dei fondi immobiliari. Gli *advisor* finanziari seguono tutte le fasi del procedimento di costituzione di un fondo, dalla prima ricognizione del patrimonio immobiliare della pubblica amministrazione sino al conferimento;
- gli *advisor* legali che si occupano più direttamente dell'analisi delle relazioni e della normativa riguardante i mercati mobiliari e finanziari dettata dagli organi di vigilanza (collocamento sul mercato delle quote, emissione di titoli obbligazionari, rapporti con la Banca d'Italia e la Consob, rapporti con il mercato finanziario, ecc.);
- la società di gestione del risparmio che istituisce e gestisce il fondo con apporto pubblico. Sono società per azioni, con requisiti minimi stabiliti dal regolamento della Banca d'Italia che possono, inoltre, effettuare il collocamento delle quote offrendole al pubblico o agli investitori istituzionali.

Nell'operazione intervengono anche gli istituti di credito che si occupano del collocamento delle quote del fondo, vendendo le stesse sul mercato e trasferendo il ricavato alla pubblica amministrazione conferente.

Alla gestione dal punto di vista finanziario, organizzativo ed amministrativo degli immobili detenuti dal fondo si dedicano i *facility e property managers*, società che gestiscono i rapporti contrattuali con i locatari, i flussi di pagamento dei canoni di locazione, le utenze degli edifici; gli interventi di manutenzione preventiva e correttiva e dell'erogazione dei beni e servizi necessari a mantenere condizioni di adeguata fruibilità degli immobili e degli ambienti pertinenti.

#### *I riferimenti normativi*

I fondi con apporto pubblico sono stati disciplinati in Italia con la Legge 29 novembre 1995, n. 503 che al fine di disporre di uno strumento privilegiato per la dismissione dei beni pubblici introduceva nella disciplina generale dei fondi comuni immobiliari (Legge

n. 86 del 1994) due nuovi articoli: l'articolo *14-bis* che prevede e regola l'utilizzo dei fondi di investimento immobiliare con apporto pubblico e l'articolo 15 che regola il trattamento tributario e fiscale dei fondi con apporto pubblico.

A sottoscrivere le quote del fondo sono autorizzati lo Stato, gli enti previdenziali pubblici, Regioni, Enti Locali, consorzi e società pubbliche. Tali pubbliche amministrazioni sottoscrivono le quote del fondo, apportando beni di provenienza pubblica per una soglia minima del 51% ed un apporto in denaro non inferiore al 5% del valore del fondo.

Importante è la disposizione del comma 10 dell'art. 14-bis la quale stabilisce che gli apporti ai fondi istituiti con apporto prevalentemente pubblico avvengono in regime di neutralità fiscale e quindi non si determinano redditi imponibili né perdite deducibili in capo al soggetto apportante.

L'utilizzo del fondo con apporto pubblico richiede una procedura che consta di più fasi.

Ancor prima di procedere all'operazione di costituzione di un fondo immobiliare con apporto pubblico, la pubblica amministrazione che intenda ricorrere a tale strumento, laddove non disponga di informazioni esaustive e complete sui beni di propria proprietà, deve realizzare un censimento del patrimonio. In questa fase la pubblica amministrazione può realizzare l'operazione di censimento internamente, oppure può esternalizzare la stessa nel caso in cui non disponga delle risorse necessarie per affrontare tale attività.<sup>24</sup>

Effettuato il censimento del patrimonio, la procedura che porta alla realizzazione del fondo con apporto pubblico procede con la ricognizione e la valutazione del patrimonio esistente.

Alla fine del processo di ricognizione e valutazione, per ciascun immobile oggetto di potenziale apporto al fondo, si disporrà di una serie di informazioni che consentono agli operatori del settore di valutare la redditività potenziale del patrimonio e quindi anche l'eventuale fattibilità ed appetibilità per gli investitori del fondo con apporto pubblico.

È possibile, infatti, che la massa di immobili detenuti non consenta di raggiungere quella soglia minima necessaria per rendere conveniente l'operazione oppure che gli immobili per le caratteristiche possedute (bassa redditività) non si adattano allo strumento

---

<sup>24</sup> Si può ad esempio pensare ad utilizzare una società o dei professionisti esterni, selezionandoli mediante una procedura di appalto concorso con criterio di aggiudicazione costituito dall'offerta economicamente più vantaggiosa.

in questione. In alternativa, la pubblica amministrazione può ricorrere naturalmente ad altre soluzioni più o meno tradizionali (la semplice alienazione o un'operazione di cartolarizzazione), che servono a ricavare dalla cessione del patrimonio detenuto nuove risorse finanziarie da destinare agli investimenti.

Laddove dalla valutazione del patrimonio emerga la possibilità e la convenienza di costituire un fondo con apporto pubblico, la pubblica amministrazione selezionerà all'interno del proprio patrimonio immobiliare quei beni che per le loro caratteristiche si prestano maggiormente per destinazione d'uso ad essere conferiti ad un fondo, ossia che garantiscano un rendimento appetibile per i sottoscrittori delle quote e un patrimonio consistente.

A questo punto individuato il patrimonio oggetto di conferimento al fondo con apporto pubblico, la pubblica amministrazione dovrà individuare per il tramite di una procedura ad evidenza pubblica, la società di gestione del risparmio che istituirà e gestirà il fondo immobiliare.

Per quanto attiene agli effetti sul bilancio, l'utilizzo dei fondi con apporto pubblico darà luogo ad una prima fase in cui vi sarà uno scambio tra immobili conferiti e strumenti finanziari ed una successiva fase in cui l'ente otterrà risorse finanziarie in cambio delle quote del fondo collocate presso investitori terzi.

Nella contabilità finanziaria non vi saranno registrazioni contabili al momento del conferimento a meno in cui fosse necessario effettuare un conferimento in denaro al fondo. In tal caso i conferimenti verranno contabilizzati all'interno del titolo II "spese in conto capitale" intervento 09 "conferimenti di capitale". Sarà poi al collocamento delle quote che la contabilità finanziaria rileverà un'entrata all'interno del titolo IV categoria 01 "alienazioni di beni patrimoniali".

Dal punto di vista della contabilità patrimoniale gli effetti dell'utilizzo del fondo con apporto pubblico saranno più visibili, in considerazione del fatto che l'operazione incide principalmente sul patrimonio della pubblica amministrazione. L'apporto in denaro porterà una riduzione della disponibilità liquide ed un incremento di eguale importo delle immobilizzazioni finanziarie. Successivamente l'apporto dei beni comporterà una riduzione delle immobilizzazioni materiali ed un incremento delle immobilizzazioni finanziarie. Infine, al collocamento delle quote del fondo vi sarà un'ulteriore

trasformazione del patrimonio dell'ente: diminuiranno le immobilizzazioni finanziarie ed aumenteranno le disponibilità liquide.

Il fondo con apporto pubblico permette alle amministrazioni conferenti di creare disponibilità finanziarie destinate a nuovi investimenti od alla riduzione del proprio debito complessivo. Attraverso la creazione di un fondo con apporto pubblico al quale verrebbe conferito il patrimonio delle pubbliche amministrazioni (iscritto nello stato patrimoniale del bilancio ad un valore catastale o stimato dagli uffici tecnici) si verrebbero, infatti, a collocare sui mercati finanziari tali immobili ottenendone in cambio liquidità che andrebbe a migliorare dal punto di vista contabile gli equilibri finanziari complessivi e che sarebbe disponibile per finanziare l'attività istituzionale.

In tal senso la finanziarizzazione immobiliare consentirebbe una rapida soluzione al problema degli investimenti pubblici, attuando la trasformazione degli immobili in titoli mobiliari, grazie al loro conferimento in appositi contenitori societari, che eventualmente possono essere ceduti. L'effetto dell'utilizzo del fondo immobiliare sarebbe comunque simile a quello ad una vendita in blocco. Rispetto ad una cessione o dismissione, l'apporto degli immobili da parte della pubblica amministrazione conferente non determinerebbe redditi imponibili né perdite deducibili.

Il conferimento dei beni immobiliari non strumentali ai fondi immobiliari darebbe poi luogo al vantaggio di ridefinire l'azione della pubblica amministrazione permettendo a quest'ultima di concentrare il suo impegno sul *core business*, i servizi per il cittadino, evitando di occuparsi della gestione del patrimonio, intesa in senso lato, la quale richiede competenze e capacità professionali specialistiche e dedicate.

Ciò darebbe luogo a grossi benefici soprattutto nel caso di conferimento di beni immobili che non danno alcuna utilità allo svolgimento dell'attività istituzionale. Nel caso si decidesse di trasferire la proprietà di beni strumentali (quali strutture sanitarie) al fondo immobiliare, continuando ad utilizzare la struttura dietro il pagamento di un canone di locazione annuo, si trasferirebbero alla società di gestione del risparmio, tutti gli oneri amministrativi e fiscali legati alla proprietà del patrimonio ivi compresa la manutenzione straordinaria, il rispetto della normativa, l'amministrazione e la contabilità, l'incasso degli affitti, ecc. Operando in tal modo si farebbero svolgere a soggetti specializzati attività non strategiche, che richiedono molto spesso sforzi e risorse umane e finanziarie, spesso non

ripagate. Il soggetto specializzato a cui andrebbero ad essere trasferiti gli immobili è in grado di valorizzare pienamente i beni e di massimizzarne il rendimento.

Si favorisce così la riallocazione del patrimonio immobiliare verso soggetti più efficienti e l'immobile diviene una ricchezza non solo per la pubblica amministrazione ma per tutti i soggetti potenzialmente interessati, una preziosa risorsa da valorizzare al meglio.

Inoltre l'utilizzo dello strumento del fondo, costringe la pubblica amministrazione ad uno sforzo di razionalizzazione della gestione immobiliare ed alla necessità di conoscere meglio il proprio patrimonio.

Senza una esatta conoscenza del proprio patrimonio immobiliare è infatti impensabile ricorrere al fondo di investimento immobiliare.

La migliore conoscenza del proprio patrimonio immobiliare e l'esigenza di conferire tali immobili ad un fondo, determina una maggiore trasparenza sui conti della pubblica amministrazione.

Di contro, occorre anche considerare le criticità che possono sorgere nell'utilizzo dello strumento. In primo luogo i tempi necessari per portare a termine le procedure di ricognizione del patrimonio e costituzione del fondo.

Altra criticità che ostacola l'utilizzo dei fondi con apporto pubblico è costituita dai rilevanti costi fissi dello strumento che inducono, anche in tal caso ad optare per altri metodi di cessione più efficaci e con costi contenuti (vendita singola o in blocco dei beni). Inoltre, per il successo dell'operazione, occorre che il patrimonio del fondo sia costituito da immobili con redditività elevata e valore patrimoniale consistente e che lo stesso raggiunga una soglia dimensionale minima.

In molti casi la qualità, ma anche la quantità dei beni di cui le amministrazioni pubbliche dispongono non permetterebbero di realizzare un fondo con apporto appetibile per gli investitori.

## **CAPITOLO QUARTO**

### **TECNICHE INNOVATIVE PER LA GESTIONE ATTIVA DEL DEBITO E DELLA LIQUIDITÀ DEGLI ENTI TERRITORIALI**

#### **Premessa**

Tra le attività svolte dal servizio finanziario degli enti pubblici non rientra soltanto quella relativa alle scelte degli strumenti di finanziamento, ma anche quella di gestione del debito pregresso.

Tradizionalmente per gestione del debito si intende l'attività di amministrazione del rimborso del debito, secondo un piano di ammortamento che ne stabilisce, quote di capitale, interessi passivi, durata, ecc.

La gestione del debito in tale accezione tradizionale del termine non dà luogo a particolari criticità gestionali e non richiede particolari professionalità, nell'ambito del servizio finanziario delle pubbliche amministrazioni.

Tuttavia, negli ultimi anni, si è sviluppata una concezione più evoluta e dinamica dell'attività di gestione del debito, che si concreta anche e soprattutto in operazioni di ristrutturazione del debito pregresso, che possono essere attivate dall'ente pubblico. Il debito in questa nuova concezione non è più considerato come un elemento statico ed immutabile ma come elemento fortemente dinamico e modificabile in base alle continue e diverse esigenze dell'ente.

Tale gestione, se correttamente applicata, permette agli enti<sup>2</sup> di non subire passivamente le oscillazioni del mercato relative ai tassi di interesse ma di sfruttarle a

proprio vantaggio modificando, in base alle esigenze e alle future aspettative di mercato, le proprie posizioni debitorie.

Accanto alla gestione attiva del debito, notevole importanza riveste anche l'attività di gestione attiva della liquidità.

Gli strumenti a disposizione degli enti territoriali sono vari e si differenziano a seconda del grado di rischio che si intende affrontare. Essi vanno dal semplice deposito presso il tesoriere alla stipula di pronti contro termine alle gestioni patrimoniali.

In ogni caso è necessario impiegare le risorse liquide su prodotti che garantiscano sia il capitale investito sia un rendimento non inferiore rispetto a quello che si otterrebbe mantenendo le risorse presso il tesoriere.

#### **4.1 L'attività di gestione attiva del debito**

Negli ultimi anni si è sviluppata una concezione dinamica dell'attività di gestione del debito. Il debito, cioè, non è più considerato un elemento statico e immutabile, ma dinamico e modificabile in base alle continue e diverse esigenze degli enti. Mediante una gestione attiva del debito, gli enti hanno la possibilità di non subire passivamente le oscillazioni dei tassi di interesse ma di sfruttare tali oscillazioni a proprio vantaggio modificando le proprie posizioni debitorie.<sup>1</sup>

Il ricorso ad una gestione attiva del debito nasce dall'esigenza di agire su una delle spese rigide del bilancio, ossia gli oneri finanziari, che rappresentano una voce di importo rilevante che riduce i margini di manovra dell'azienda e comprime le possibilità di accedere a nuove risorse finanziarie per attività di investimento.

---

<sup>1</sup> Il ricorso al *liability management* per modificare l'esposizione debitoria mentre è prassi ormai consolidata nelle aziende private, solo negli ultimi anni ha ricevuto attenzione da parte degli enti della pubblica amministrazione. L'esigenza da parte delle amministrazioni pubbliche di ristrutturare la funzione finanza anche per quanto riguarda la gestione del debito è una conseguenza del processo di cambiamento del quadro giuridico, istituzionale, organizzativo e culturale che ha condotto gli enti pubblici ad appropriarsi di una reale autonomia gestionale. Al riguardo si veda Bettacini R., Monelli M. (2000), "Interest rate swap: l'esperienza del Comune di La Spezia", *Azienditalia Finanza e Tributi*, n. 8.

Per approfondimenti sul tema della gestione attiva del debito si vedano: De Felice M. (1994), La logica dell'*asset liability management*: fondamenti, schemi caratteristici, esempi di applicazione, *Economia e diritto del terziario*, n. 3; Ferrantelli M. (1995), "L'introduzione di un sistema di *asset & liability management* della banca", *Banche e Banchieri*, n. 5; Padoa Schioppa Kostaris F., Modigliani F. (1998), *Sostenibilità e solvibilità del debito pubblico*, Il Mulino, Bologna.

È opportuno che la funzione finanza nelle pubbliche amministrazioni si occupi di monitorare il debito e la spesa per interessi passivi, valutando gli effetti delle variazioni della curva dei tassi sull'equilibrio finanziario e individuando potenziali opportunità di miglioramento della posizione debitoria. In altri termini, è opportuno ricercare un miglioramento della performance del debito, ossia ridurre al minimo il costo delle risorse finanziarie prese a prestito, a parità di livello di rischio ed orizzonte temporale.

*«La realizzazione di un liability management efficace e rivolto alla ricerca del miglioramento dell'equilibrio finanziario dell'ente pubblico, deve però essere ricondotto ad un modello, senza il quale l'azienda rischia di perdere il significato e le potenzialità dell'utilizzo dei nuovi strumenti offerti dagli intermediari finanziari per la ristrutturazione del proprio debito».*<sup>2</sup> Tale modello comprende i processi di gestione attiva del debito, tramite cui si attua una valutazione dei rischi finanziari connessi all'indebitamento e si realizzano conseguentemente scelte di gestione coerenti con gli obiettivi di costo del capitale e di rischio considerati accettabili.

Volendo individuare, nell'ambito del processo di gestione attiva del debito, delle fasi, la prima è rappresentata da uno screening finanziario dell'azienda.

Mediante tale screening, l'ente elabora tutte le informazioni necessarie a pervenire ad una conoscenza:

1. della composizione dello stock di debito esistente: mutui verso la Cassa Depositi e prestiti, mutui verso il sistema bancario, prestiti obbligazionari;
2. della composizione del debito per tipo di interesse: debito a tasso fisso e debito a tasso variabile;
3. dei parametri di indicizzazione e delle loro modalità di rilevazione;
4. della durata residua del debito;
5. di altre informazioni rilevanti come, ad esempio, la possibilità di modifica del contratto di finanziamento.

In concreto, in questa fase si costruisce un bilancio riclassificato a seconda delle caratteristiche delle passività dell'ente.

La seconda fase è relativa alla previsione degli effetti di eventuali variazioni dei tassi di interesse sul bilancio dell'ente. Si determina, così, il profilo di rischio dell'ente.

---

<sup>2</sup> Cfr. Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, Soveria Mannelli, p. 82.

Nel caso di esposizione totale al tasso fisso, l'ente sarà esposto al rischio di una perdita di benefici derivanti dalla riduzione dei tassi di interesse sui mercati finanziari.

Specularmente, nel caso di esposizione totale al tasso variabile, il rischio è quello di una perdita di benefici derivanti dall'aumento dei tassi di interesse sui mercati finanziari.<sup>3</sup>

In entrambi i casi, esistono margini di manovra per non rinunciare a tali benefici o, perlomeno, per ridurre i rischi esposti mediante l'introduzione di strumenti finanziari per il controllo del rischio da tassi.

La ricomposizione del portafoglio passivo è possibile non solo in termini di tassi di interesse ma anche in termini di valuta. Un ente che si fosse indebitato, ad esempio, in dollari, potrebbe ricorrere a diversi strumenti per modificare la propria posizione.

Parallelamente alla fase di analisi finanziaria del debito, l'ente pubblico deve svolgere un'attività di monitoraggio dei mercati finanziari al fine di seguire l'evoluzione delle curve dei tassi di cambio e di interesse nonché l'offerta di strumenti di ristrutturazione del debito da parte degli intermediari finanziari. All'attività di monitoraggio va associata quella di previsione dei possibili scenari futuri in ordine all'andamento dei tassi di interesse e di cambio.

Alla fase di analisi della situazione debitoria e a quella di monitoraggio e previsione dell'andamento dei tassi di interesse e dei tassi di cambio segue la fase relativa all'individuazione degli strumenti utilizzabili per la ristrutturazione del debito.

La scelta degli strumenti di ristrutturazione del debito dovrebbe ricadere su quelli che, sulla base delle caratteristiche del debito in essere, consentono di diminuire l'esposizione debitoria nel suo complesso e di migliorare la capacità di indebitamento dell'ente.

La modifica delle posizioni debitorie avviene tramite il cambiamento di alcune o di tutte le condizioni alle quali le stesse erano state contratte e la loro sostituzione con altre condizioni presenti sul mercato adeguate a raggiungere un beneficio economico che libera risorse in bilancio ed apporta liquidità aggiuntiva.

Condizioni del contratto di indebitamento che possono essere soggette a modifiche sono la durata, l'ammortamento, i parametri di indicizzazione.

---

<sup>3</sup> I casi di esposizione totale al tasso fisso e di esposizione totale al tasso variabile sono ipotesi estreme utili a comprendere meglio le finalità dell'attività di *asset liability management*. Nella realtà, generalmente si configurano situazioni intermedie tra i due casi limite.

Riguardo alla durata, a seconda delle condizioni prevalenti nel mercato si può voler allungare la durata del contratto o estinguere il debito in tempi più rapidi di quelli contrattualmente previsti.

Circa l'ammortamento, si può scegliere, ad esempio, di passare da un ammortamento di tipo francese ad uno di tipo italiano, o si possono cambiare altre caratteristiche.

I parametri di indicizzazione, infine, potranno essere rivisti, diversificandoli o modificandoli, secondo le condizioni contrattuali.

Agendo sulle suddette condizioni, i processi di liability management, consentono di estinguere anticipatamente i vecchi debiti, il più delle volte contratti a condizioni molto onerose, e di dar vita ad un nuovo finanziamento. Il nuovo finanziamento potrà essere rappresentato da mutui con opzione di estinzione anticipata o a tasso rivedibile. Inoltre, un ulteriore strumento per modificare la struttura del portafoglio è costituito dalla rinegoziazione delle condizioni dei prestiti in essere.

Oltre alle operazioni sinteticamente descritte, la gestione attiva del debito può ricorrere ad altri strumenti più complessi e sofisticati che consentono una gestione oculata dei rischi finanziari ed un atteggiamento attivo e dinamico nei confronti della variabilità dei tassi di interesse e di cambio. Tali sono gli strumenti derivati.

In sintesi, gli strumenti di ristrutturazione del debito si possono distinguere in tradizionali e innovativi. Gli strumenti di ristrutturazione tradizionali sono rappresentati dalla rinegoziazione e dall'estinzione anticipata del debito. Gli strumenti innovativi sono rappresentati, invece, dai prodotti derivati.

Gli strumenti descritti vanno comparati tra loro, valutando gli effetti del loro utilizzo sulla struttura del debito. Mediante un'analisi di sensitività, si può osservare come la struttura del debito proposta reagisce in termini di spesa e di impatto sull'equilibrio finanziario complessivo dell'ente al variare dei tassi di cambio e di interesse. *«L'analisi di sensitività, fornisce tutte le informazioni necessarie per l'identificazione da parte della funzione finanza, della soluzione più adatta all'ente pubblico in relazione agli obiettivi prefissati, intesa come quella che ha il miglior rapporto costi/benefici tra tutte le diverse alternative».*<sup>4</sup>

L'ultima fase del processo di gestione attiva del debito, è infine costituita dall'intervento vero e proprio di ristrutturazione del debito.

---

<sup>4</sup> Cfr. Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, Soveria Mannelli, p. 87.

Una volta attuata l'operazione di ristrutturazione sarà necessario continuare a monitorare l'andamento dei mercati finanziari nonché l'evoluzione della posizione debitoria per individuare possibili elementi di criticità ed intervenire tempestivamente per migliorare la gestione finanziaria.

## 4.2 L'estinzione anticipata del debito

L'estinzione anticipata dei mutui prevede una disciplina differente a seconda che essi siano stati contratti con la Cassa depositi e prestiti oppure con il sistema bancario.

Per quanto riguarda i primi, le aziende pubbliche, possono richiedere l'estinzione parziale anticipata alla pari dietro il pagamento di una maggiorazione del tasso fisso differenziata in base alla percentuale di mutuo estinguibile e alle scadenze dello stesso. A tal fine l'azienda, sin dalla fase di attivazione del prestito, può assicurarsi il diritto di estinzione anticipata pagando una maggiorazione sul tasso fisso che libera il debitore dal pagamento dell'indennizzo fissato dall'articolo 11 comma 1 del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 7 gennaio 1998. L'azienda può così individuare la quota massima estinguibile desiderata (40%, 60% o 80%) cui può fare seguito una richiesta di estinzione, con scadenze biennali e con preavviso di almeno sei mesi.<sup>5</sup>

Sempre relativamente ai mutui stipulati con la Cassa depositi e prestiti, la Legge n. 448 del 1998 all'art. 28 comma 3 definisce un procedimento premiale circa l'estinzione diretto agli enti locali e alle regioni che evidenzino per un periodo di almeno cinque anni una accelerazione progressiva e continuativa nella riduzione dell'ammontare del debito sul Pil.<sup>6</sup>

Gli Enti destinatari della norma possono volontariamente presentare al Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro piani finanziari di riduzione

---

<sup>5</sup> Cfr. Nigro M. (2001), "L'evoluzione della Cassa depositi e prestiti: modalità e nuovi strumenti finanziari", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini. pp. 46-47.

<sup>6</sup> Per la riduzione del rapporto debito/Pil è stato fissato, nella circolare attuativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.1 del 26 marzo 1999, un parametro obiettivo pari al 10% almeno di riduzione per un periodo di cinque anni sostenuto, come recita il c.3 dell'art. 28 «*dalla progressiva riduzione del disavanzo e dalle politiche di dismissioni mobiliari*».

progressiva e continuativa del proprio stock di debito per un arco temporale di almeno cinque anni, nella finalità di estinguere anticipatamente il residuo debito con la Cassa depositi e Prestiti, senza corrispondere oneri aggiuntivi.

Secondo il dettato dell'art. 28 comma 3 Legge n. 448/1998 e le disposizioni contenute nella circolare attuativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze n.1 del 26 marzo 1999 e nella n. 3 del 2000, gli Enti interessati all'operazione di estinzione dei mutui sono tenuti a presentare al Ministero dell'Economia e delle Finanze e alla Cassa depositi e prestiti, entro il 31 marzo di ciascun anno:

- un piano finanziario programmatico sviluppato su un quinquennio nel quale si evidenzi l'evoluzione della formazione del debito e la sua copertura;
- una stima conseguente della consistenza del debito per il quinquennio, che segnali nella somma delle riduzioni sul Pil, una contrazione di almeno il 10% rispetto alla consistenza del debito quale risulta dall'ultimo consuntivo che precede il quinquennio;
- una relazione che illustri il piano e gli strumenti a copertura dell'estinzione agevolata;
- la delibera del Consiglio dell'Ente.

Compiuta l'istruttoria delle domande, la Cassa depositi e prestiti rende noto, entro il 30 aprile, l'esito dell'analisi al Ministero che, entro il 15 maggio, provvede ad informare gli enti circa l'approvazione del piano finanziario, autorizzando la Cassa depositi e prestiti ad estinguere anticipatamente i mutui.<sup>7</sup>

Alla fine del quinquennio, in presenza di discordanza reiterate tra la dinamica effettiva del piano finanziario e quella programmatica tali da rendere impossibile la riduzione richiesta, si provvede all'attivazione della procedura di recupero della penale.

L'estinzione anticipata dei mutui contratti con il sistema bancario è stata prevista dall'articolo 49, comma 15 della Legge 449 del 1997. La circolare n. 26.549 del 1998 del Ministero del Tesoro, ha poi fornito chiarimenti interpretativi.

In base alle disposizioni dell'articolo 49, Legge 449/1997, gli enti locali hanno potuto procedere negli anni dal 1998 al 2005 all'estinzione anticipata di passività onerose derivanti dai mutui in essere al 31 dicembre 1996 con le banche mediante la contrazione

---

<sup>7</sup> L'esito negativo delle istruttorie è legato prevalentemente al mancato rispetto della Circolare e al mancato raggiungimento nel quinquennio dell'obiettivo di riduzione del 10% nel rapporto debito/Pil.

di nuovi mutui di importo non superiore al 25% del residuo debito alla fine dell'anno precedente attestato dall'istituto mutuante.

Sulla base dei chiarimenti forniti dal Ministero del tesoro con la circolare 2 settembre 1998, n. 26.549, l'estinzione anticipata ha riguardato anche quei contratti nei quali non era prevista l'estinzione anticipata e gli istituti di credito non hanno potuto sottrarsi alla richiesta avanzata dagli enti locali di estinzione anticipata dei mutui. I nuovi mutui derivanti dall'estinzione anticipata possono essere stipulati anche con istituti di credito diversi da quelli originari.

### **4.3 La rinegoziazione del debito**

L'eccessivo debito accumulato dagli enti pubblici, l'esigenza di rispettare i vincoli imposti dal Patto di stabilità interno e l'obiettiva situazione di iniquità che obbligava gli enti al pagamento di interessi passivi eccessivamente elevati rispetto alle condizioni del mercato finanziario hanno indotto il legislatore a individuare delle soluzioni per ridurre l'onere del debito.

La lunga durata dei contratti di mutuo, infatti, spesso vincolava gli enti pubblici a condizioni che con il passare del tempo non erano più in linea con i mutamenti del mercato del credito. Per un mutuo contratto prima del 1996 con la Cassa depositi e prestiti, ad esempio, l'ente era tenuto a pagare, nel gennaio 1999, interessi pari al 9%, un tasso pari quasi al doppio dei tassi vigenti in quel periodo.<sup>8</sup> L'operazione di rinegoziazione del debito consente di variare le condizioni previste nel contratto originario di finanziamento e di adeguarle alle mutate caratteristiche dei mercati finanziari.

Le condizioni che generalmente vengono modificate riguardano i tassi di interesse, la durata del periodo di ammortamento, le modalità di rimborso del prestito. Accade, ad esempio, che un ente pubblico chieda la rinegoziazione di un mutuo al fine di:

---

<sup>8</sup> Cfr. Nigro M. (2001), "L'evoluzione della Cassa depositi e prestiti: modalità e nuovi strumenti finanziari", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini. pp.56 e segg.

- ridurre il tasso di interesse adeguandolo a quello vigente al momento della rinegoziazione stessa;
- allungare il periodo di ammortamento per ridurre l'importo delle singole rate;
- riconvertire il piano di ammortamento da rate a quota costante a rate a capitale costante per ridurre la quota interessi ed incrementare la capacità di indebitamento.

Normalmente, i contratti di mutuo prevedono delle condizioni di rinegoziazione. Tuttavia, anche in assenza di esplicita condizione, gli enti possono richiedere una rivisitazione delle condizioni se le stesse non sono in linea con quanto previsto dal mercato.

L'operazione di rinegoziazione è possibile solo se essa consente una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico dell'ente, così come prevede l'art. 41 della Legge 448 del 2001.

La rinegoziazione dei mutui è regolata da una disciplina specifica a seconda che essi siano riferibili a mutui contratti con la Cassa DD.PP. o a mutui contratti con istituti di credito ordinari.

Nel caso dei mutui contratti con istituti di credito ordinari, la rinegoziazione è prevista dalla Legge n. 108 del 7 marzo 1996 "Disposizioni in materia di usura". La stessa legge ha dato corso ad una serie di interpretazioni contrastanti che hanno visto contrapposti gli interessi del sistema bancario e quelli delle amministrazioni pubbliche. La disputa tra aziende pubbliche e sistema bancario si è conclusa con una decretazione d'urgenza (decreto legge n. 394 del 29 dicembre 2000) che ha previsto la facoltà di rinegoziare i mutui contratti prima del 1996 ad un tasso "di sostituzione", calcolato sulla base dei rendimenti lordi dei Buoni del Tesoro Poliennali.<sup>9</sup>

Per quanto riguarda i mutui accesi con la Cassa depositi e prestiti, l'Istituto ha pubblicato delle circolari con cui si regolamentano le operazioni di rinegoziazione. L'ultima circolare è quella del 5 maggio 2006 n. 1.265 con la quale la Cassa si rende disponibile alla rinegoziazione dei finanziamenti concessi agli enti locali fino al 31 dicembre 2006. Tali mutui devono avere una scadenza non inferiore al 31 dicembre 2011 e il debito residuo da ammortizzare deve essere pari o superiore a 10.000 euro. Inoltre, i mutui non devono essere stati concessi in base a leggi speciali.

---

<sup>9</sup> Per ulteriori approfondimenti si veda: Bertinotti N. (2001), "La contrazione di mutui con gli istituti di credito ordinari", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini. pp.79-83.

Si precisa che il prestito originario rinegoziato rimane a tasso fisso.

#### **4.4 I contratti derivati**

Un ulteriore strumento di ristrutturazione del debito è rappresentato dai derivati. I contratti derivati si differenziano, però, dalle più tradizionali formule della rinegoziazione e dell'estinzione e rifinanziamento: mentre questi ultimi, infatti, comportano una modificazione del rapporto di finanziamento, i primi non comportano alcuna variazione in quanto non si verifica alcun mutamento formale del contratto di mutuo in essere, agendo l'operazione esclusivamente a livello economico.

I contratti derivati sono costituiti da attività finanziarie il cui valore deriva dai risultati di un'altra attività, detta attività sottostante. Quest'ultima può essere sia finanziaria (indici, titoli) sia reale (merci, materie prime). A seconda del contenuto specifico e della correlazione con l'attività sottostante, i derivati ai quali fanno ricorso le amministrazioni pubbliche possono assumere la natura di swap; opzioni; forward rate agreement.

Lo *swap* consiste nello scambio di flussi di cassa tra due controparti. Sulla base dei flussi finanziari scambiati si distinguono due tipologie di operazioni di swap:

- swap di valute (*currency swap*, cs);
- swap di tassi di interesse (*interest rate swap*, irs).

Con il *currency swap*, due controparti si accordano per scambiarsi flussi di pagamenti, sia per capitali che per interessi, secondo modalità predefinite in valute diverse. In concreto, vi è uno scambio a pronti di una quantità stabilita di una valuta contro un'altra e contestualmente uno scambio di eguale ammontare, ma di segno opposto ad una data futura prestabilita. Il tasso di cambio utilizzato per l'operazione a pronti coincide con quello dell'operazione a scadenza. Inoltre per tutta la durata del contratto, è prevista la corresponsione reciproca degli interessi periodicamente maturati sulle quantità di valute scambiate.

Un'operazione di *interest rate swap* (Irs) è un contratto che prevede lo scambio periodico, tra due operatori, di flussi di cassa aventi la natura di "interesse" calcolati sulla base di tassi di interesse predefiniti e differenti e di un capitale teorico di riferimento. In altre parole, gli Irs sono contratti che prevedono lo scambio periodico di flussi di cassa corrispondenti agli interessi calcolati con modalità differenti (ad esempio un tasso fisso contro un tasso variabile) su un capitale teorico di riferimento (detto capitale nozionale), che generalmente è quello di un mutuo o di un altro prestito sottostante. Pertanto, il contratto di mutuo o il prestito obbligazionario non viene modificato ma costituisce soltanto la base di calcolo per la determinazione dei flussi di interessi.<sup>10</sup>

Per spiegare meglio come funziona un'operazione di *swap* di tassi di interesse è utile ricorrere ad una simulazione (v. Riquadro seguente).

#### **Come funziona un Interest rate swap: una simulazione**

Si supponga che tra l'ente *Alfa* e la banca *Beta* venga realizzata un'operazione di interest rate swap.

Si ipotizzi quanto segue:

1. l'ente Alfa ha contratto con la Cassa Depositi e Prestiti mutui per 10 milioni di euro a un tasso fisso pari al 6,50% da restituire in 20 anni. Si supponga che la scelta di accedere a un mutuo a tasso fisso sia stata dettata da scenari economici poco rassicuranti e dalla convinzione che i tassi di interesse sui mercati finanziari nel corso dei successivi 20 anni dalla data di stipula sarebbero saliti ben oltre il 6,50%. In tal modo il tasso fisso ha posto l'ente Alfa al riparo da un incremento di costi per interessi;
2. la banca Beta ha contratto debiti per la medesima somma (10 milioni di euro), sempre per 20 anni ma ad un tasso variabile pari al tasso euribor (che alla data di stipulazione si ipotizza pari al 2,00%) maggiorato di uno spread del 3,00%, per un tasso variabile complessivo del 5,00%. Si supponga che la scelta effettuata dalla banca Beta sia stata dettata dall'attesa per i prossimi 20 anni di un andamento dei tassi di interesse sui mercati finanziari al ribasso o al più stabili. In tal modo ha potuto contrarre i debiti ad un tasso iniziale inferiore rispetto a quelli a tasso fisso e inoltre potrebbe in futuro ridurre la propria spesa per interessi in caso di effettivo calo dei tassi.

<sup>10</sup> Cfr. Marconi M. e Finetti A. (2001), "Strumenti finanziari derivati (interest rate swap, opzioni) e politiche di gestione attiva dell'indebitamento (liability management)", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini. pp.193.

### 1. Ente Alfa

Importo debito	10.000.000 €
Periodo di ammortamento	1° gennaio 2006 – 31 dicembre 2025
Tasso fisso	6,50% semestrale

### 2. Banca Beta

Importo debito	10.000.000 €
Periodo di ammortamento	1° gennaio 2006 – 31 dicembre 2025
Tasso variabile	Euribor 2,00% + 3,00%

Dopo la contrazione dei debiti, i due soggetti mutano le loro aspettative, cioè entrambi ritengono errata la loro prima valutazione sull'andamento dei tassi sui mercati finanziari durante il periodo di residua durata del debito e vorrebbero passare da un indebitamento a tasso fisso ad uno a tasso variabile e viceversa. Le possibilità sono due: entrambi rimborsano anticipatamente l'indebitamento in essere ed accendono un nuovo finanziamento avente le caratteristiche desiderate secondo le loro nuove aspettative, oppure possono ricorrere ad un interest rate swap (Irs) su un capitale di riferimento (capitale nozionale) pari al residuo debito con durata identica alla durata residua dei prestiti in essere e pagamento semestrale degli interessi.

In linea teorica le due parti si accordano a porre in essere quanto segue:

- l'ente Alfa pagherà le rate di interessi della banca Beta ovvero il flusso di interessi generato dal tasso euribor  $X\% + 3,00\%$  sul debito residuo alla data di stipula del contratto Irs;
- la banca Beta pagherà le rate di interessi dell'ente Alfa ovvero il flusso di interessi generato dal tasso fisso  $6,50\%$  sul debito residuo alla data di stipula del contratto Irs.

In pratica avviene che, anziché effettuare i pagamenti nelle due direzioni, le due parti si accordano per versare solo il saldo fra i due importi: operazioni che tecnicamente si chiama *netting*. Accade cioè che, sia l'ente Alfa sia la banca Beta continuano ad onorare i propri debiti pagando le rate costituite da quota capitale e quota interessi, e fino a quando il tasso euribor  $X\% + 3,00\%$  si manterrà inferiore al tasso fisso  $6,50\%$ , la banca provvederà alle scadenze a rimborsare all'ente Alfa il differenziale tra i due tassi.

Nell'ipotesi di un tasso euribor  $2,00\%$  l'ente Alfa dovrà versare interessi pari al  $5,00\%$  come da contratto swap, ma il suo contratto di mutuo prevede il pagamento alle scadenze di rate di interessi pari al  $6,50\%$  ottenendo da parte della banca Beta il rimborso dell' $1,50\%$ . Il flusso finale di interessi in uscita sarà quindi del  $5,00\%$ .

L'operazione risulterà conveniente per l'ente Alfa fino a quando il tasso euribor  $X\% + 3,00\%$  resterà complessivamente minore del  $6,5\%$ , infatti fino a quel momento lucrerà il

differenziale sul tasso variabile. Qualora la situazione dei mercati finanziari nel corso degli anni di residua durata dei prestiti dovesse portare ad un aumento del tasso euribor oltre il 3,50%, da quel momento l'ente Alfa avrebbe una perdita secca pari alla differenza rispetto al Tasso Fisso 6,50% inizialmente ottenuto, infatti se il tasso euribor supera il 3,50% posizionandosi, ad esempio sul 4,00% ecco che il tasso di riferimento per l'ente Alfa diviene il 7,00% (tasso euribor 4,00%+3,00% = 7,00%) e dovrà rimborsare alla banca Beta il differenziale rispetto al tasso fisso del 6,50%, ovvero lo 0,50% sul debito residuo in quel momento.

Fonte: Trudu M. (2005), *Gli strumenti di finanza innovativa per gli Enti locali*, Ipoa, pp.105 e segg.

Generalmente, come si è visto anche nella simulazione, vi è coincidenza di periodicità dei flussi oggetto di scambio e pertanto un contraente procederà a versare all'altro solo il differenziale esistente tra le obbligazioni reciproche.

Per ovviare al rischio che un eccessivo rialzo dei tassi possa portare l'ente pubblico a dover regolare elevate posizioni di *netting* negative, ai contratti di interest rate swap può essere associata un'opzione *cap* in base alla quale viene inserito un limite massimo (*strike rate*) entro cui il tasso può fluttuare verso l'alto. Sostanzialmente, l'ente si tutela dal rischio di eccessivo rialzo dei tassi stipulando una sorta di assicurazione che, come è facile intuire, ha un suo costo. Pertanto, un contratto di *swap* provvisto di opzione *cap* sarà caratterizzato da uno spread maggiore rispetto ad un contratto privo di limitazione alla fluttuazione dei tassi (nella simulazione precedente, si potrà supporre uno spread del 3,50% anziché del 3,00%). Il costo dell'assicurazione sarà dato dalla differenza tra lo spread applicato nel caso di limitazione al fluttuare dei tassi e lo spread applicato nel caso di assenza di limitazione alla fluttuazione dei tassi (nella simulazione, tale costo sarà pari allo 0,50%).

Per limitare il costo dell'opzione *cap*, l'ente può contestualmente vendere un'opzione *floor*. Mediante il *floor*, infatti, si pone un limite alla fluttuazione verso il basso dei tassi e, pertanto, si riduce lo spread applicato. Ritornando ai dati della simulazione, l'ente Alfa si approprierà di vantaggi economici tanto maggiori quanto più il tasso Euribor scende. Ponendo un limite alla fluttuazione di tale tasso verso il basso, l'ente si preclude la possibilità di realizzare un profitto e contestualmente stabilisce una soglia massima di perdita per la banca Beta. In tal modo, lo spread del 3,50% applicato in caso di opzione *cap* si riduce in virtù dell'opzione *floor*. Se ne deduce che, combinando nella stessa

operazione un'opzione *cap* e un'opzione *floor* (opzione *collar*) il risultato estremo cui si potrebbe arrivare è la copertura senza costo.

L'acquisto di un'opzione *cap* o la vendita di un'opzione *floor* non necessariamente deve essere associata ad un *interest rate swap*. Un ente può ridurre il rischio associato ad un indebitamento a tasso variabile mediante un'opzione *cap* che fissa un tetto massimo al tasso da pagare e, contemporaneamente, continuare a sfruttare i vantaggi di pagare interessi indicizzati a parametri attuali inferiori rispetto alle attese di rialzo dei tassi nel medio-lungo termine. Qualora durante il periodo di durata dell'operazione, il valore del tasso variabile superi il tetto fissato nel contratto, la differenza tra il tasso variabile da pagare e il tetto previsto dal *cap* verrebbe azzerato da un versamento compensativo da parte dell'intermediario che ha venduto l'opzione, infatti le opzioni come gli *swap* non modificano il contratto principale. Come già evidenziato, le *opzioni* hanno un costo pagabile o all'atto dell'acquisto o come maggiorazione sullo *spread*. Generalmente, per ridurre il costo dell'opzione *cap*, ad essa si affianca un'opzione *floor*, ossia una soglia minima di interessi che l'ente si impegna a pagare all'intermediario nel caso in cui i tassi scendano al di sotto di tale soglia. Pertanto, l'ente acquista il *cap* per assicurare il proprio indebitamento da eventuali aumenti dei tassi mentre vende il *floor* per ridurre, mediante l'incasso del premio, il costo pagato con il *cap*.

Con la combinazione di *cap* e *floor*, si ottiene il *collar*, ossia un corridoio entro il quale si muoverà il tasso di interesse. Al limite, si potrebbe ottenere un corridoio di tassi tali per cui i premi da pagare (sul *cap*) e da ricevere (sul *floor*) coincidono in modo che la copertura sia senza costi (*zero cost collar*).

Il *forward rate agreement* è un contratto a termine con il quale due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente dello stesso si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura.<sup>11</sup>

In particolare, esse si accordano per liquidare il differenziale, che si determina ad una certa scadenza futura su un prestabilito capitale nozionale, tra gli interessi che maturano sulla base di un tasso variabile (a favore di chi acquista il derivato) e gli interessi che

---

<sup>11</sup> I *forward rate agreement* si differenziano dagli *swap* su tassi di interesse in quanto non vi sono scadenze periodiche ma una sola scadenza e, pertanto, sono utilizzati per fronteggiare variazioni di tasso di breve termine.

Cfr. Marconi M. e Finetti A. (2001), "Strumenti finanziari derivati (interest rate swap, opzioni) e politiche di gestione attiva dell'indebitamento (liability management)", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini. pp.192.

maturano sulla base di un tasso fisso (a favore della controparte), con lo stesso tasso variabile osservato in un momento successivo alla stipula del contratto. In altri termini, chi acquista lo strumento riceve (paga) la differenza positiva (negativa) tra il tasso variabile e il tasso fisso determinati sullo stesso capitale di riferimento.

Si tratta di operazioni poste in essere per proteggersi da variazioni sfavorevoli del tasso di interesse, soprattutto in un arco temporale di breve termine. Così come già descritto nel caso dell'*interest rate swap*, anche al *forward rate agreement* si può associare un'opzione *cap* e un'opzione *floor*.

Associando al *forward rate agreement* un'opzione *cap*, l'ente si cautela nei confronti di un possibile aumento del tasso di interesse pattuito. In particolare, in tal modo lo strumento derivato assume la configurazione dell'opzione e dà diritto all'ente di ricevere (dietro corresponsione di un premio correlato all'opzione) il differenziale positivo (senza i flussi negati dell'ipotesi contraria) tra il tasso variabile di mercato e il tasso *strike rate* pattuito con il *cap*.

Nel caso in cui al *forward rate agreement* si associ un'opzione *collar*, l'ente riceve il differenziale positivo tra il tasso di mercato e il *cap* (qualora il primo sia superiore al secondo), mentre paga il differenziale negativo tra il *floor* e il tasso di mercato (qualora quest'ultimo sia inferiore al primo).

Nell'ipotesi che il tasso di mercato si mantenga tra il *cap* (limite superiore) e il *floor* (limite inferiore) non si attiva alcun flusso. Effettuando due operazioni, una di acquisto del *cap* e l'altra di vendita del *floor*, potrebbe esserci un differenziale positivo o negativo tra il costo della prima e il ricavo della seconda; è anche possibile che i due importi siano uguali e, quindi, si compensino originando un'operazione *zero cost collar*.

Gli strumenti derivati possono essere simmetrici o asimmetrici. Per strumenti simmetrici si intendono quegli strumenti in cui, alla fine della scadenza o delle scadenze pattuite, al guadagno di una delle parti corrisponderà una perdita speculare per l'altra. Sono strumenti simmetrici gli *swap* e i *forward rate agreement*.

Per contro, negli strumenti asimmetrici non c'è equivalenza tra i risultati economici dei due contraenti e alla perdita dell'uno non corrisponde un guadagno per l'altro di pari importo. Ad esempio, nel contratto di opzione lo scambio avviene solo dietro pagamento del premio da parte della controparte cui è attribuita tale facoltà e il ritorno economico da essa derivante non è correlato all'entità del premio versato.

Da quanto detto si evince che gli scopi per cui gli strumenti derivati vengono utilizzati possono essere di tipo speculativo o mirati alla copertura di taluni rischi.

Al riguardo, le motivazioni fondamentali che inizialmente spinsero le aziende private ad utilizzare gli strumenti derivati vanno ricercate agli inizi degli anni '70, quando l'instabilità del mercato finanziario comportò non poche conseguenze negative all'interno dei loro bilanci, spingendole ad aumentare la domanda di tali strumenti nella necessità di coprirsi dai rischi o di sfruttare le opportunità del mercato per lucrare profitti.

Agli enti pubblici è preclusa la possibilità di stipulare contratti derivati per fini speculativi ed il ricorso a tali strumenti è dettato esclusivamente dalla finalità di coprirsi da qualche forma di rischio finanziario.

Per "*rischio finanziario*" si intende la possibilità che si verifichino degli scostamenti tra il risultato atteso e quello effettivo a seguito dei cambiamenti di alcune variabili finanziarie, come tassi di interesse, rapporti di cambio, etc..

A seconda delle variabili prese in considerazione, il rischio finanziario può essere definito, più specificatamente, come:

- *rischio di mercato*: è detto anche rischio di posizione e riguarda la variazione del valore di mercato di una posta di bilancio, sia attiva che passiva;
- *rischio di cambio*: riguarda le attività e le passività espressi in valuta estera ed è dato dalla possibilità di conseguire perdite economiche in seguito a una variazione sfavorevole dei tassi di cambio;
- *rischio di tasso*: riguarda le variazioni relative al rendimento di attività finanziarie e/o al costo di passività finanziarie rispetto all'andamento dei tassi di mercato, e quindi alla possibilità che le fluttuazioni dei tassi di interesse possano influenzare il valore di mercato di attività e passività finanziarie;
- *rischio di liquidità*: tale rischio può essere determinato da improvvise necessità di cassa, originate da sfasamenti strutturali del ciclo finanziario<sup>11</sup> o da una non corretta gestione della tesoreria, oppure da difficoltà riguardanti sia il costo che la possibilità di smobilizzare attività finanziarie liquidabili.
- *rischio di credito*: è originato da eventuali inadempienze del debitore.

Per ogni tipologia di rischio esistono specifici strumenti di copertura; esisteranno, pertanto, tante forme di contratti derivati quanti sono i rischi<sup>12</sup>.

Nel caso degli enti pubblici, il ricorso agli strumenti derivati è dettato dalla volontà di coprirsi dal rischio di tasso di interesse e dal rischio di tasso di cambio. Nelle pagine precedenti sono stati, appunto, illustrati gli strumenti utilizzati a tal fine dalle amministrazioni pubbliche e specificatamente previsti dal legislatore.

### *I riferimenti normativi*

L'operatività delle amministrazioni pubbliche in derivati è sancita da norme di legge.

In particolare, per quanto riguarda gli enti territoriali, il primo riferimento normativo per l'utilizzo degli strumenti derivati è costituito dalla previsione del Decreto Ministeriale del Tesoro del 5 luglio 1996 che stabiliva l'obbligatorietà di uno swap per le emissioni obbligazionarie in valuta estera, ai fini della copertura dei rischi di cambio.

A tale provvedimento ha fatto seguito la Legge 28 dicembre 2001, n. 448 (Finanziaria per il 2002), che all'art. 41 stabilisce che province, comuni, unioni di comuni, città metropolitane, comunità montane, comunità isolate, consorzi tra enti territoriali e regioni possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito.<sup>13</sup>

La Legge finanziaria per il 2002 rinvia, per le modalità di utilizzo degli strumenti derivati, ad un apposito decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, da emanarsi entro trenta giorni. Tale decreto, emanato soltanto il 1° dicembre 2003, fornisce importanti indicazioni<sup>14</sup> ulteriormente chiarite dalla circolare del 27 maggio 2004 dello stesso Ministero dell'Economia.

Il D.M. del 1° dicembre 2003, n. 389, all'art. 3 stabilisce che in caso di operazioni di indebitamento effettuate in valute diverse dall'euro, è fatto obbligo di prevedere la

---

<sup>12</sup> Al riguardo, strumenti finanziari che consentono di ridurre il rischio di mercato sono i *futures su titoli*, le *commodity options*, ecc. Per la copertura dal rischio di credito si utilizzano, invece, i *credit risk derivatives*.

<sup>13</sup> Per approfondimenti sullo swap per l'ammortamento del debito si rinvia al secondo capitolo.

<sup>14</sup> Precisando che le disposizioni riguardanti i contratti derivati si applicano, per le Regioni, fino all'emanazione di specifiche normative regionali.

copertura del rischio di cambio mediante «*swap* di tasso di cambio», inteso come un contratto tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi e capitale espressi in due diverse valute, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti. Sono, inoltre, consentite le seguenti operazioni derivate:

- a) «*swap* di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti;
- b) acquisto di «*forward rate agreement*» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del *forward* si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura;
- c) acquisto di «cap» di tasso di interesse in cui l'acquirente viene garantito da aumenti del tasso di interesse da corrispondere oltre il livello stabilito;
- d) acquisto di «*collar*» di tasso di interesse in cui all'acquirente viene garantito un livello di tasso di interesse da corrispondere, oscillante all'interno di un minimo e un massimo prestabiliti;
- e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito;
- f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività.<sup>15</sup>

Le operazioni derivate sopra menzionate sono consentite esclusivamente in corrispondenza di passività effettivamente dovute e possono essere indicizzate esclusivamente a parametri monetari di riferimento nell'area dei Paesi appartenenti al Gruppo dei Sette più industrializzati.

Al fine di contenere l'esposizione creditizia verso le controparti delle operazioni derivate, è consentita la conclusione di contratti soltanto con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a

---

<sup>15</sup> Dette operazioni sono consentite solo se i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore all'1% del nozionale della sottostante passività.

livello internazionale. Qualora l'importo nominale delle operazioni derivate complessivamente poste in essere dall'ente territoriale interessato arrivi a superare i 100 milioni di euro, l'ente dovrà progressivamente tendere, attraverso le operazioni successive all'entrata in vigore del D.M. 389/2003, a far sì che l'importo nominale complessivo delle operazioni stipulate con ogni singola controparte non ecceda il 25% del totale delle operazioni in essere.<sup>16</sup>

La circolare del 27 maggio 2004 del Ministero dell'Economia e delle Finanze indica le linee guida circa il ricorso a strumenti derivati. La circolare precisa che le operazioni derivate ammesse sono:<sup>17</sup>

- *swap* di tasso di cambio;
- *swap* di tasso di interesse;
- acquisto di «*forward rate agreement*»;
- acquisto di «cap» di tasso di interesse;
- acquisto di «*collar*».<sup>18</sup>

Riguardo alle “altre operazioni derivate” previste dal D.M. n. 389 del 2003, si precisa che le stesse devono in ogni caso essere riconducibili a combinazioni delle operazioni indicate precedentemente. Si ritiene infatti che queste tipologie siano coerenti con il contenimento dell'esposizione dell'ente ai rischi finanziari conseguenti al rialzo dei tassi di interesse e quindi con l'obiettivo del contenimento del costo dell'indebitamento.

Per quanto riguarda le “altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito” (lettera f), il divieto di un “profilo crescente dei valori attuali” va riferito, nell'ambito dell'operazione derivata, ai flussi di pagamento da parte dell'ente. Tale prescrizione è volta ad evitare che siano poste in essere operazioni derivate i cui flussi di pagamento da parte dell'ente vengano concentrati in prossimità della scadenza. L'eccezione dell'eventuale sconto o premio, non superiore all'1% del nozionale della

---

<sup>16</sup> La circolare del 27 maggio 2004 stabilisce che, dal computo di tale limite, sono escluse le operazioni totalmente garantite da *collateral*. Ai fini dell'applicazione del tetto l'ente dovrà, però, tenere conto dell'esposizione già acquisita al momento della conclusione di nuove operazioni derivate. Nel caso di una prima operazione, questa può essere conclusa con una sola controparte. L'ente dovrà, con le operazioni successive, procedere ad equilibrare la sua esposizione, tendendo gradualmente all'obiettivo del 25%. Per controparti appartenenti ad uno stesso gruppo, il limite del 25% deve essere riferito all'intero gruppo.

<sup>17</sup> Si precisa che le operazioni in derivati indicate nei punti da a) a d) del D.M. 389/2003 («*swap* di tasso di interesse», «*forward rate agreement*», «*cap*», «*collar*») sono da intendersi nella forma “plain vanilla”, ossia nella forma base.

<sup>18</sup> E' implicito nell'acquisto del *collar* l'acquisto di un *cap* e la contestuale vendita di un *floor*, consentita unicamente al fine di finanziare la protezione dal rialzo dei tassi di interesse fornita dall'acquisto del *cap*. Il livello del tasso a carico dell'ente allo scattare delle soglie deve essere coerente sia con i tassi vigenti sul mercato sia con il costo della passività antecedente alla conclusione dell'operazione derivata.

sottostante passività, è stata prevista per consentire la ristrutturazione della passività in presenza di condizioni di mercato diverse rispetto al momento in cui la stessa è stata contratta. Si ribadisce che tale sconto o premio deve essere regolato contestualmente alla data di inizio (regolamento) dell'operazione derivata e si applica esclusivamente alle operazioni di ristrutturazione previste, appunto, dal punto f).

Si circoscrive al mercato monetario, vale a dire ai tassi di interesse a breve termine, l'ambito dei parametri a cui possono essere indicizzate tutte le operazioni derivate realizzate dalle amministrazioni pubbliche.

Si evidenzia esplicitamente che:

- non sono ammessi gli strumenti derivati che contengono delle leve o moltiplicatori dei parametri finanziari, come, ad esempio, pagare 2 volte il tasso Euribor;
- non sono ammesse operazioni derivate riferite ad altre operazioni derivate preesistenti, in base alla considerazione che nessun derivato è configurabile come una passività;
- nel caso in cui si verifichi una variazione della passività sottostante ad un derivato, ad esempio perché è stata rinegoziata o convertita oppure perché ha raggiunto un ammontare inferiore a quanto inizialmente previsto, la posizione nello strumento derivato può essere riadattata sulla base di condizioni che non determinino una perdita per l'ente; solo nel caso in cui l'ente ritenga di dover chiudere la posizione nello strumento derivato è ammissibile la conclusione di un derivato uguale e di segno contrario con un'altra controparte.

In merito al rischio di credito, gli intermediari con i quali è ammesso concludere operazioni derivate devono essere necessariamente dotati di un rating certificato dalle agenzie di rating riconosciute a livello internazionale (Standard & Poor's, Moody's e FitchRatings).<sup>19</sup>

Considerata, infine, la particolare caratteristica di rischiosità strettamente connessa con l'attività in derivati, si raccomanda che gli enti che ricorrono ai derivati, a fine cautelativo, facciano riferimento alle norme del Regolamento di attuazione del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, adottato dalla CONSOB con Delibera del 1° luglio 1998 e

---

<sup>19</sup> Nel caso in cui i rating attribuiti dalle agenzie siano difforni tra loro, si deve prendere in considerazione quello più basso. Si ritiene che il "rating adeguato" della controparte non debba essere inferiore a BBB (Baa per Moody's). Pertanto qualora l'intermediario subisca una riduzione di rating anche di un solo "notch" al di sotto di tale livello minimo, le posizioni accese dovranno essere chiuse al più presto.

successive modificazioni, con particolare riguardo agli articoli da 25 a 31 ed al “Documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari” allegato allo stesso Regolamento CONSOB.

**Tab. 4.1 - L’operatività degli enti locali in strumenti derivati: riferimenti normativi**

Riferimenti	Contenuto
D.M. Tesoro 5 luglio 1996	Per le emissioni obbligazionarie in valuta estera, è previsto l’obbligo della copertura dal rischio di cambio tramite operazioni di <i>swap</i> .
Legge 28 dicembre 2001, n. 448 – art. 41	A province, comuni, unioni di comuni, città metropolitane, comunità montane, comunità isolate, consorzi tra enti territoriali e regioni è concessa la facoltà di concludere <i>swap</i> per l’ammortamento del debito connesso a titoli obbligazionari e mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza.
D.M. Economia e Finanze 1° dicembre 2003, n. 389 – artt. 2-3	Vengono indicate in dettaglio le operazioni derivate consentite: <ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>swap</i> di tasso di cambio;</li> <li>- <i>swap</i> di tasso di interesse;</li> <li>- acquisto di «<i>forward rate agreement</i>»;</li> <li>- acquisto di «<i>cap</i>» di tasso di interesse;</li> <li>- acquisto di «<i>collar</i>» di tasso di interesse;</li> <li>- altre operazioni derivate contenenti combinazioni delle precedenti;</li> <li>- operazioni per ristrutturazione debito.</li> </ul>
Circolare Ministero Economia e Finanze 27 maggio 2004	Si indicano le linee guida per l’utilizzo degli strumenti derivati previsti nel D.M. Economia e Finanze 1° dicembre 2003, n. 389 – artt. 2-3.

Fonte: Ns. elaborazione

Dal quadro normativo illustrato emerge la volontà del legislatore, da un lato, di selezionare un insieme di strumenti effettivamente utilizzabili, dall’altro, di limitare l’autonomia degli enti ai quali alcune operazioni restano precluse.<sup>20</sup>

<sup>20</sup> Cfr. Fontana F. e Rossi M. (2006), “Finanza innovativa tra occasioni e cautele”, *Guida agli Enti Locali*, n.19, p.91.

Nei fatti, si rileva una situazione di indeterminatezza per quanto concerne le caratteristiche delle singole operazioni realizzabili. Gli interventi in derivati sono stati proposti in maniera generalizzata e «non sempre si è perseguito l'obiettivo della copertura, ma talvolta si sono costruite operazioni potenzialmente speculative e finalizzate, comunque, alla rimodulazione della cadenza temporale dei flussi di cassa».<sup>21</sup>

Rispetto alla volontà di limitare l'autonomia degli enti, va notato che nessun vincolo o condizione sono stati posti nei primi due anni di applicazione della Legge 448 del 2001. In particolare, la pubblicazione del decreto attuativo prevista entro trenta giorni è avvenuta soltanto due anni più tardi, nel dicembre 2003 mentre è si è dovuto attendere fino a luglio 2006 per disporre di una circolare esplicativa.

#### *Modalità di utilizzo degli strumenti derivati*

Per effettuare una ristrutturazione del debito mediante strumenti derivati è necessario prevederne l'utilizzo nel regolamento di contabilità dell'ente.

Successivamente, occorrerà esplicitare, all'interno della Relazione Previsionale e Programmatica, l'obiettivo da raggiungere tramite lo strumento derivato. Tale obiettivo dovrà essere affidato, tramite il Piano Esecutivo di Gestione, al dirigente responsabile, il quale provvede individuare un consulente che supporterà la pubblica amministrazione

---

<sup>21</sup> «Si ipotizzi un'operazione, di durata quindicennale, che preveda il diritto per l'ente pubblico di ricevere un flusso cedolare del 5,40% (corrispondente all'onere finanziario del debito oggetto di copertura) e, specularmente, l'impegno a pagare il tasso del debito attuale (cioè sempre il 5,40%) ridotto di uno spread dello 0,50%, fintanto che il tasso Euribor 6m si mantiene al di sotto di una barriera fissata al 6,10%. Oltre questo livello l'ente invece dovrà pagare l'Euribor 6m +3,00%. Si tratta, quindi, di un contratto tale per cui esso può conseguire un risparmio costante (appunto lo 0,5%) nel corso di tutta l'operazione, salvo che i tassi di mercato salgano molto e quindi l'Euribor 6m superi il livello di barriera ed, a quel punto, l'onere finanziario aumenta in modo decisamente consistente. In altri termini, è uno strumento che consente di abbattere (a determinate condizioni) l'onere del debito. Il risparmio però è limitato (fino al livello di barriera appunto) e, quindi, è necessario monitorare continuamente l'evoluzione dei tassi per intervenire eventualmente con operazioni correttive». Pertanto, si conclude che l'operazione ha lo scopo di traslare temporalmente l'onerosità complessiva dalla situazione attuale (di ridotti tassi di interessi) ad una futura in cui, per effetto dell'incremento dei tassi, l'ente si troverebbe a pagare degli oneri finanziari più consistenti. Quella descritta è un'operazione di interest rate swap convertibile, che il legislatore ha vietato di porre in essere prevedendo che le operazioni in derivati possono essere concluse solo nella forma plain vanilla. L'operazione descritta, infatti, se si giustifica nella logica di consentire all'ente vantaggi finanziari contingenti, non è configurabile come un'operazione di copertura.

Cfr. Romeo G. (2006), "Il ricorso agli strumenti finanziari derivati per la ristrutturazione del debito negli enti pubblici locali", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, marzo-aprile, pp.219 e segg.

nell'esame della struttura debitoria e nell'individuazione delle strategie da adottare in tema di ristrutturazione del debito.<sup>22</sup>

Una volta definita ed approvata dal Consiglio la strategia di ristrutturazione, si potrà individuare, tramite bando di gara, la controparte, ossia l'intermediario con il quale realizzare l'operazione. Tale intermediario dovrà essere dotato di un *rating* adeguato e possedere i requisiti previsti nel bando.

Non esistono vincoli normativi circa la contabilizzazione dei flussi di cassa derivanti dall'utilizzo degli strumenti derivati, per cui ogni ente può decidere il proprio metodo di contabilizzazione, con criteri da specificare nell'ambito dei documenti che fanno riferimento all'iter amministrativo e procedurale di stipula del contratto. Osserva, tuttavia, Meneguzzo che *«la soluzione più appropriata sembra essere quella di contabilizzare solo i differenziali che si generano nell'operazione. In tal caso se il differenziale assumerà valore positivo, verrà contabilizzato nel Titolo III, categoria 5,<sup>23</sup> trattandosi di entrate extra-tributarie. Di contro nel caso in cui il differenziale assuma valore negativo, occorrerà iscrivere lo stesso nel titolo I della Spesa Corrente, all'intervento 06 "interessi passivi e oneri finanziari diversi"»*.<sup>24</sup>

#### *Vantaggi e rischi derivanti dall'utilizzo degli strumenti derivati*

Secondo il Patto di Stabilità Interno gli Enti territoriali devono contribuire al perseguimento dell'obiettivo fissato dal Governo in materia di riduzione del rapporto tra debito e Pil. Proprio al fine di contenere il costo dell'indebitamento, la Legge Finanziaria

---

<sup>22</sup> Le scelte di gestione del debito determinano effetti e ricadute differenti, la simulazione degli scenari e la scelta degli strumenti più adeguati e molte altre attività, richiedono una specializzazione e delle professionalità di cui generalmente non tutte le aziende pubbliche sono dotate. A tal fine è importante procedere laddove le pubbliche amministrazioni siano carenti, all'acquisizione delle professionalità necessarie per attivare una gestione attiva dell'indebitamento. Nel caso non sia possibile acquisire tali capacità, si rende necessario far ricorso a consulenti e professionalità esterne. Ricorrendo ad esempio ad un intermediario finanziario specializzato, si possono gestire operazioni di *liability management* complesse e specialistiche, avendo a disposizione anche un supporto per la definizione delle migliori strategie di trasformazione e ristrutturazione dell'indebitamento.

Cfr. Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, soneria Mannelli, pp. 81 e segg.

<sup>23</sup> La categoria 05 fa riferimento ai "Proventi diversi".

<sup>24</sup> Cfr. Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, soneria Mannelli, p. 97.

Per limitare l'impatto di un'operazione in derivati sul bilancio può essere utile prevedere la costituzione di un Fondo rischi che vincoli i risparmi iniziali eventualmente ottenuti con lo swap in vista della copertura di eventuali perdite successive. Tale fondo andrà utilizzato nel corso della durata del contratto, nel caso in cui le previsioni risultino errate e provochino il versamento di differenziali negativi.

per il 2002 (Legge 28 dicembre 2001, n. 448) ha autorizzato l'utilizzo degli strumenti derivati da parte degli enti territoriali.

Mediante l'utilizzo di strumenti derivati, infatti, gli enti territoriali possono conseguire diversi vantaggi.

Il primo vantaggio è rappresentato dalla possibilità di trasformare le caratteristiche dell'indebitamento, sfruttando le opportunità offerte dal mercato, in modo da realizzare un risparmio sui costi, attraverso i minori interessi da pagare nel processo di ammortamento dei capitali presi a prestito.<sup>25</sup>

Il secondo vantaggio è costituito dalla funzione di garanzia svolta dagli strumenti derivati sottoscritti dagli enti territoriali. Gli strumenti di finanza derivata, infatti, coprono l'ente dai rischi finanziari connessi alla volatilità dei tassi di cambio e dei tassi di interesse.

Gli strumenti finanziari si caratterizzano, inoltre, per un elevato livello di flessibilità: i contratti possono essere costruiti sulla base di esigenze specifiche e a seconda della composizione del debito. Anche la durata del contratto può essere liberamente definita dalle parti e l'estinzione può avvenire in qualunque momento alle condizioni di mercato.

Gli strumenti derivati sono altamente trasparenti essendo essi legati agli andamenti dei tassi di mercato.

Le operazioni in derivati non necessitano di elevati esborsi finanziari e possono essere effettuate sull'intero debito senza che sia necessario ricorrere a dismissioni patrimoniali come previsto per l'estinzione dei mutui.

---

<sup>25</sup> Si tratta di un vantaggio che, almeno in linea di principio, potrebbe essere conseguito anche con altri strumenti di *liability management*. In concreto, mentre vi sono strumenti di indebitamento strutturati in maniera da consentire una modifica delle loro caratteristiche (mutui rinegoziabili), vi sono anche alcuni finanziamenti non modificabili ed i cui costi possono essere diminuiti solo ricorrendo a strumenti di finanza innovativa.

Inoltre nel caso della raccolta di risorse finanziarie, gli strumenti di finanza derivata, consentono di "modificare" taluni aspetti dello schema contrattuale relativo alla raccolta dei fondi, senza tuttavia modificare il rapporto che esso presuppone con gli investitori.

Un beneficio esclusivo che si origina dall'utilizzo di strumenti di finanza derivata, è dato dalla possibilità di ristrutturare il debito in tempi molto più rapidi rispetto ai tradizionali strumenti che richiedono procedure più lunghe e laboriose. La rinegoziazione dei mutui, ad esempio, richiede l'assenso da parte dell'istituzione che ha concesso le risorse finanziarie.

Grazie alle operazioni di finanza strutturata, è possibile effettuare una gestione attiva del debito, senza tuttavia originare rilevanti esborsi per l'ente pubblico: a differenza delle procedure di estinzione del debito, che richiedono adeguate risorse finanziarie, gli strumenti derivati permettono di ottenere simile effetto sull'equilibrio finanziario con limitate risorse.

Cfr. Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, soneria Mannelli, p. 98.

L'ente territoriale che volesse realizzare operazioni in derivati non deve però tener conto solo dei vantaggi, ma anche dei rischi ad essi connessi.

Al riguardo, occorre sottolineare che le operazioni in derivati sono finanziariamente neutre all'atto della stipula del contratto, ma la possibilità di un andamento sfavorevole della curva dei tassi rispetto alle previsioni può determinare dei differenziali negativi complessivamente anche superiori rispetto ai differenziali positivi.<sup>26</sup>

Il rischio di conseguire perdite aumenta in mancanza di figure specializzate che si occupino di individuare gli strumenti più adeguati alle caratteristiche del debito. Negli enti territoriali, e soprattutto nei comuni di più piccola dimensione, spesso manca una funzione finanzia dedicata all'impiego di strumenti finanziari derivati e conseguentemente sono carenti specifiche competenze tecniche matematiche e statistiche necessarie a porre in evidenza le relazioni esistenti tra le variabili di mercato ed i risultati della gestione dei contratti stipulati.

In passato, in assenza di vincoli normativi, gli enti potevano essere tentati a realizzare operazioni con scopo speculativo piuttosto che di copertura. Questa circostanza dovrebbe non sussistere alla luce del D.M. 389 del 2003 e della circolare attuativa del 2004 che prevedono specifici limiti al ricorso agli strumenti derivati da parte delle amministrazioni pubbliche.

Infine, anche il rischio legato alla controparte sembra essere stato attenuato dal legislatore con la previsione di un livello minimo di rating degli intermediari con i quali è data facoltà agli enti di stipulare contratti derivati.

#### **Alcune applicazioni**

*Caso A)* Il Comune *Gamma*, in un'ottica di diversificazione ed al fine di ridurre la spesa per interessi, ha deciso di procedere ad un'emissione obbligazionaria a tasso variabile. L'emissione è pari a 10.000.000 di euro con decorrenza 31 dicembre 2006 e scadenza 31 dicembre 2026. Gli interessi sono pagati semestralmente ad un tasso pari all'Euribor 6m + 0,20%. Nel contempo, in un'ottica prudenziale di gestione del rischio di tasso di interesse, è possibile acquistare una copertura dal rischio di rialzo dei tassi.

Le alternative possibili sono 3:

1. stipulare un *Interest rate swap* che trasformi il tasso variabile in tasso fisso;

<sup>26</sup> L'esposizione al rischio legato all'andamento dei tassi di interesse può essere limitata attraverso operazioni di copertura, quali *swap* di segno contrario o *cap*.

2. acquistare un *Cap* che definisce un tasso massimo
  - con premio pagato in un'unica soluzione;
  - come spread additivo sul nozionale;
  - in rate semestrali costanti;
3. acquistare un *Collar* (Zero Cost o con costo minimo rateizzato) al fine di migliorare la copertura.

Con la prima alternativa (Irs), la banca con cui è stato stipulato il contratto derivato, paga semestralmente il tasso Euribor 6m + 0.20%. Il Comune andrà a pagare un tasso fisso pari, ad esempio, al 4,50%.

Con la seconda alternativa, il Comune si assicurerà che il tasso massimo pagato non superi, ad esempio, il 5,50% (*strike*). Questa operazione di copertura avrà un costo che potrà essere pagato in un'unica soluzione al momento della conclusione dell'operazione (ad esempio, 320.000 euro), semestralmente (rate costanti di 9.000 euro) oppure come spread aggiuntivo (lo 0,45% rispetto all'originario 0,20%).

Con la terza alternativa, nel caso di acquisto di uno zero cost collar, il Comune acquista un'opzione Cap (con strike pari, ad esempio, al 5,50%) e vende un'opzione Floor (con strike 3,50%).

La combinazione delle due opzioni consentirà al Comune di pagare interessi al tasso Euribor 6m, per livelli dell'Euribor 6m compresi tra il Floor ed il Cap; al tasso Cap per livelli dell'Euribor 6m superiori al Cap e al tasso Floor per livelli dell'Euribor 6m inferiori al Floor.

Nel caso di Collar con costo minimo rateizzato, la combinazione delle due opzioni consentirà al Comune di pagare interessi al tasso Euribor 6m + uno spread pari, ad esempio, al 0,40% per livelli dell'Euribor 6m compresi tra il Floor (pari al 3,00%) ed il Cap (pari al 5,00%); al tasso Cap + 0,40% per livelli dell'Euribor 6m superiori al Cap e al tasso Floor + 0,40% per livelli dell'Euribor 6m inferiori al Floor.

*Caso B)* Il Comune *Delta* ha deciso di procedere ad un'emissione obbligazionaria a tasso fisso. L'Ente potrebbe puntare ad un'adeguata diversificazione del proprio indebitamento, ricercando la più adeguata combinazione tra tasso fisso e tasso variabile. L'obiettivo è raggiungibile trasformando parte dell'indebitamento a tasso variabile con un IRS. Anche in questo caso è consigliabile, in ottica prudenziale, l'acquisto di un Cap o di un Collar che individui un costo massimo del debito.

Fonte: Ns. adattamento da: D'Aversa G. (Banca Caboto), "Ottimizzazione del debito mediante strumenti di finanza derivata", Relazione presentata al Seminario *La finanza innovativa e di progetto per i Comuni*, Potenza, 20 luglio 2006.

## 4.5 La gestione attiva della liquidità

Alcuni strumenti di finanziamento possono produrre nell'immediato elevati flussi di cassa. Le risorse liquide ottenute da operazioni di emissioni obbligazionarie, di cartolarizzazione o di conferimento di immobili in fondi immobiliari permangono presso il tesoriere dell'ente fino al loro investimento. Il lasso temporale tra il momento in cui si ottengono le risorse ed il momento in cui si effettuano i pagamenti per la realizzazione degli investimenti determina una giacenza di cassa che, se adeguatamente reinvestita, può produrre un consistente reperimento di risorse.

A differenza di quanto accade nei paesi europei e, in generale, a livello internazionale l'attività di gestione della liquidità non può riguardare tutte le somme in giacenza presso il tesoriere, ma solo quelle che sono escluse dal servizio di tesoreria unica istituito dalla legge n. 720 del 1984.<sup>27</sup>

---

<sup>27</sup> In base a tale provvedimento, i tesoriери della maggior parte degli enti pubblici (fra questi figurano regioni, province e comuni con popolazione superiore a 8.000 abitanti) effettuano per conto degli enti stessi, le operazioni di incasso e pagamento sulle contabilità speciali aperte presso le sezioni di tesoreria provinciale dello Stato. La *ratio* del provvedimento trova le sue radici nella esigenza di dare un migliore assetto alla gestione finanziaria dello Stato. Prima dell'introduzione del sistema di tesoreria unica, lo Stato effettuava i trasferimenti a favore di Regioni, province e comuni sulla base della previsione di spesa quantificata in sede di approvazione del bilancio preventivo. Questo preventivo trasferimento di risorse non faceva altro che provocare un eccessivo indebitamento per lo Stato causato dalla erogazione anticipata di somme che sarebbero state spese dagli enti solo in un secondo momento.

Sul piano strettamente operativo, il tesoriere dell'ente è obbligato ad aprire due tipologie di sottoconti, uno di tipo fruttifero nel quale vanno a transitare le entrate proprie dell'ente e l'altro di tipo infruttifero nel quale transitano le somme derivanti da trasferimenti provenienti dal bilancio dello Stato o da amministrazioni statali autonome. In altre parole, ciascun ente, per lo svolgimento del servizio di cassa, si avvale di una banca che ha l'obbligo di accendere presso la Banca d'Italia dei conti infruttiferi, sui quali vengono versati i trasferimenti statali.

Il sistema di tesoreria unica è stato sottoposto a varie modifiche in seguito alle quali si sono di volta in volta ristretti o allargati i destinatari della normativa. Con l'ultima riforma del sistema di tesoreria unica sancita dagli articoli 7 e 8 del D. Lgs. n. 279 del 7 agosto 1997, ("Individuazione delle unità previsionali di base del bilancio dello Stato, riordino del sistema di tesoreria unica e ristrutturazione del rendiconto generale dello Stato") si stabilisce che le entrate costituite dalle assegnazioni, contributi e quanto altro proveniente, direttamente o indirettamente, dal bilancio dello Stato, devono essere versate, per le regioni, nei conti correnti infruttiferi ad esse intestati presso la tesoreria centrale dello Stato e, per gli enti locali, nelle contabilità speciali infruttifere ad essi intestate presso le sezioni di tesoreria provinciale dello Stato. Tra le predette entrate sono comprese quelle provenienti da operazioni di indebitamento assistite, in tutto o in parte, da interventi finanziari dello Stato sia in conto capitale che in conto interessi. Per le regioni a statuto speciale e le province autonome si applicano, invece, le norme statutarie e le relative norme di attuazione.

L'art. 9 del D.lgs. 279 del 1997 n° 279 conteneva anche il proposito del superamento, dopo una fase di sperimentazione, del sistema di tesoreria unica. Con la legge finanziaria per il 2005 (Legge 30 dicembre 2004, n. 311), si è stabilito di sperimentare gli effetti del superamento del sistema di tesoreria unica su una regione, tre province, tre comunità montane, sei comuni e tre università nei quali durante l'anno 2005 i trasferimenti statali e le entrate proprie sarebbero dovute affluire direttamente ai tesoriери degli enti.

Con decreto 8 luglio 2005 del Ministero dell'Economia e delle Finanze è stato disposto di avviare la sperimentazione dal 1° settembre 2005 su tutti gli enti che, alla data di pubblicazione del decreto, avessero presentato domanda di partecipazione e per i quali fosse possibile il collegamento al "Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici" (Siope). I vantaggi che potrebbero derivare agli enti da superamento del sistema di tesoreria unica sono diversi. Intanto si potrebbe realizzare un maggiore capacità di programmazione delle proprie risorse dettata da un maggior controllo delle risorse liquide disponibili. Inoltre, gli enti potrebbero ottenere maggiori rendimenti dal riversamento delle somme disponibili nella parte fruttifera del conto di tesoreria ed avere un'opportunità di autofinanziamento.

Nella maggior parte dei paesi dell'Unione europea, ad esempio, gli enti territoriali sono liberi di effettuare investimenti di tesoreria, anche se nel rispetto di alcune condizioni:

- rispetto dei principi fondamentali di gestione locale (in particolare, in Germania è previsto l'obbligo di rispettare il principio di sicurezza dell'investimento)
- nessun fine speculativo (Belgio, Irlanda, Danimarca);
- divieto di investire in azioni di aziende private (Danimarca);
- preventiva approvazione dell'investimento (Irlanda);
- investimenti presso operatori certificati dalla banca centrale (Regno Unito).

Solo in Francia e in Italia gli investimenti di tesoreria sono soggetti a severi controlli.

In Francia gli enti locali sono tenuti a depositare i loro fondi su un conto infruttifero presso la Tesoreria centrale.

In Italia comuni e province sono obbligati a detenere i propri fondi liquidi presso la Tesoreria centrale su un conto fruttifero, per quanto riguarda i fondi provenienti dalle entrate fiscali, e su un conto infruttifero per gli altri fondi; mentre le regioni sono libere di investire il 3% delle proprie disponibilità liquide.

Per gli enti locali, rientrano nel sistema di tesoreria unica e, pertanto, vanno versate in speciali conti infruttiferi le entrate costituite dalle assegnazioni, contributi e quanto altro proveniente, direttamente o indirettamente, dal bilancio dello Stato nonché quelle provenienti da operazioni di indebitamento assistite, in tutto o in parte, da interventi finanziari dello Stato sia in conto capitale che in conto interessi.

Entrate detenibili al di fuori delle contabilità speciali (presso il sistema bancario o postale) sono pertanto tutte le entrate che non provengono dal bilancio statale e quelle rivenienti dalle operazioni di indebitamento (prestiti obbligazionari e mutui) non assistite da alcun contributo statale sia in conto capitale che in conto interessi.<sup>28</sup>

Nel gestire le risorse svincolate dalla tesoreria unica, gli enti pubblici devono tuttavia tener presente la loro valenza pubblica e, pertanto, avere ben chiaro che non è possibile rischiare il denaro dei contribuenti.

---

Per approfondimenti sul sistema di tesoreria unica si veda: Mulazzani M. (2001), *Economia delle Aziende e delle Amministrazioni Pubbliche. Le Regioni e gli enti locali. Lineamenti economico-aziendali*, Cedam, Padova.

<sup>28</sup> Per le Regioni, a norma della Legge n. 388 del 23 dicembre 2000 e dalla Circolare del Ministero del Tesoro n. 8 del 13 febbraio 2001, tra le entrate detenibili al di fuori delle contabilità speciali sono comprese quelle afferenti l'accisa sulle benzine e l'addizionale regionale all'IRPEF da accreditare direttamente ai Tesorieri regionali su disposizione del Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato.

Gli strumenti più utilizzati per gestire la liquidità sono rappresentati da:

- depositi in conto corrente;
- pronti contro termine;
- acquisto di titoli di Stato;
- gestioni patrimoniali.

#### *Depositi in conto corrente*

Una delle forme più semplici di impiego della liquidità per gli enti locali consiste nel deposito remunerato delle somme su conti correnti accesi presso il tesoriere. Si tratta di impieghi a bassa remunerazione sia per la forma tecnica ed il limite di tasso sia per la forte incidenza del prelievo fiscale sugli interessi.

Tuttavia, si deve tener conto che la materia può essere espressamente disciplinata nelle convenzioni di tesoreria stipulate dagli enti con i tesorieri.<sup>29</sup>

Una serie di fattori inducono a preferire situazioni di assenza di vincoli precostituiti per gli enti locali. Intanto le convenzioni di tesoreria sono di durata pluriennale e per un elevato numero di anni (solitamente da 3 a 5 anni); il dibattito politico ed amministrativo, e le prime indicazioni, anche normative, sul superamento graduale del sistema della tesoreria unica sconsigliano l'assunzione di vincoli contrattuali così prolungati. Va poi aggiunto che la dinamica dei tassi in un arco pluriennale presenta inclinazioni e tendenze che possono costituire opportunità da cogliere attraverso una gestione attiva della massa monetaria. Si possono allora preconfezionare convenzioni nelle quali il tesoriere assume l'impegno a riconoscere comunque all'ente locale un tasso minimo di remunerazione delle giacenze, riservandosi l'ente stesso quei gradi di libertà operativa necessari per affermare la propria autonomia e la ricerca delle migliori condizioni economiche sul mercato, in termini competitivi, assumendosi ovviamente i relativi rischi in termini di remunerazione.

---

<sup>29</sup> Entro una gradualità di soluzioni, la scelta alternativa è quella tra prefissare un tasso attivo di remunerazione (e magari fare del tasso di remunerazione uno dei parametri per la valutazione, in sede di gara, dei soggetti interessati ad assumere il servizio di tesoreria) e assicurare al tesoriere un rapporto privilegiato/esclusivo nella gestione della liquidità, oppure rimanere liberi di trattare tempo per tempo i tassi e le condizioni e per fare operazioni con soggetti diversi dal tesoriere. Cfr. Barberis in Pignatti

### *Pronti contro termine*

Gli enti pubblici utilizzano i pronti contro termine essenzialmente come impiego di denaro a brevissimo termine.

I “pronti contro termine” sono operazioni mediante le quali un soggetto vende a pronti una determinata quantità di titoli e contemporaneamente riacquista a termine (o si impegna ad acquistare al termine convenuto) dalla medesima controparte un pari quantitativo di titoli della stessa specie ad un prezzo prestabilito. Dal punto di vista economico l’operazione consiste in un prestito di denaro a favore del venditore a pronti, a cui si contrappone un prestito di titoli a favore dell’acquirente.

Il risparmiatore acquista da una banca a pronti, cioè pagando subito in contanti, un certo importo di titoli (essenzialmente titoli di Stato, oppure titoli emessi dagli stessi enti locali, tipo obbligazioni) che la banca si impegna a riacquistare entro una certa data ravvicinata e a un prezzo prefissato.

La durata del contratto è di solito da 1 a 3 mesi e non è ammessa l’estinzione anticipata. Ciò costituisce un evidente vincolo e l’uso dello strumento da parte degli enti pubblici territoriali deve avvenire in un contesto di rigorosa programmazione dell’impiego della liquidità.

Il prezzo a pronti viene fissato sulla base del valore di mercato del titolo, maggiorato degli interessi. Il prezzo a termine viene determinato capitalizzando il prezzo a pronti in base al saggio di interesse convenuto tra le parti. Data la finalità dell’operazione, il saggio di interesse applicato risulta essere strettamente correlato con i tassi di interesse prevalenti sul mercato monetario. Il rendimento dell’operazione è determinato dalla differenza tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita dei titoli stessi.

Possono essere temporaneamente reinvestite dagli enti territoriali in operazioni “pronti contro termine” presso banche diverse dal tesoriere le somme derivanti da prestiti obbligazionari, a condizione che la scelta dell’istituto di credito con cui porre in essere l’operazione avvenga a seguito di una procedura di gara.

### *Acquisto di titoli di Stato*

Tra le operazioni di mercato monetario, un posto di primo piano va assegnato ai Buoni Ordinari del Tesoro (BOT), titoli a breve termine emessi dal Tesoro per provvedere alla copertura del fabbisogno statale, regolare la liquidità del sistema e indirettamente controllare il livello dei saggi di interesse.

I BOT sono emessi sotto la pari, al prezzo che si forma durante l'asta di aggiudicazione e sono rimborsati al valore nominale. Il rendimento annuo del titolo è dato dalla differenza tra il prezzo di emissione o di acquisto e quello di rimborso.

### *Gestioni patrimoniali*

La gestione patrimoniale si configura come lo strumento più efficiente e flessibile, capace di assicurare i migliori risultati insieme alle garanzie richieste dagli enti pubblici.

Il gestore, scelto con un confronto concorrenziale sulla base di determinati parametri, tiene riunioni periodiche con l'ente per presentare le prospettive dei mercati finanziari azionari e obbligazionari e discutere le scelte di gestione; tali riunioni sono informative, ma anche formative per la struttura interna, che accresce la propria professionalità.

La gestione è personalizzata e tiene conto dell'elevata liquidità richiesta e dell'orizzonte temporale di breve periodo dell'investimento.

Premessa della gestione è un'analisi previsionale della struttura della liquidità a disposizione dell'ente al fine di ottimizzare la gestione temporale dei flussi (tendente a garantire la necessaria liquidità in funzione dei prevedibili piani di spesa di breve periodo) e migliorare la remunerazione dei surplus disponibili.

Quindi, occorre puntare sulla ricerca di opportunità di investimento senza alcun rischio di perdita in conto capitale, con possibilità di avvantaggiarsi dell'apprezzamento di una struttura finanziaria avendo la garanzia di una remunerazione minima garantita del capitale investito.

Fondamentale è dunque l'analisi della liquidità, per quantificare i diversi saldi tra spese ed indebitamento, in funzione della loro disponibilità nel tempo.

L'obiettivo dell'analisi della liquidità è quello di associare ad ogni diversa tipologia il più appropriato strumento finanziario di investimento.

Le gestioni patrimoniali possono prevedere un rendimento minimo, garantito dal gestore sulla base della struttura della gestione; la parte variabile può, invece, essere ancorata a determinati parametri, quali i tassi, indici di borsa oppure un titolo o un paniere di titoli.

Requisito essenziale affinché un ente pubblico possa stipulare un contratto di gestione patrimoniale è la garanzia di integrale restituzione del capitale conferito in gestione (ciò obbliga gli intermediari a costruire programmi specifici per gli enti pubblici, al di là dello

standard della gestione patrimoniale, che non può dare alcuna assicurazione di rendimento e di capitale).

Il gestore, o più gestori per assicurarsi un proficuo confronto competitivo nella gestione della liquidità, dovranno essere selezionati attraverso un confronto concorrenziale, svolto con le procedure in uso presso l'ente, ma comunque idonee ad assicurare un'ampia partecipazione, secondo regole di trasparenza e di convenienza (con la predefinita di classi di soggetti da interpellare, selezionati sulla base della loro esperienza, competenza e precedenti rapporti con l'ente locale).

Per selezionare il/i gestore/i, si possono considerare:

- il rendimento minimo garantito;
- la tempistica di smobilizzo degli impieghi, con possibilità di rimborso alla pari prima della scadenza;
- la durata dell'investimento, verificando che sia in linea con la pianificazione dei segmenti dei flussi di spesa;
- la tipologia del parametro prescelto per il raggiungimento dell'overperformance rispetto al livello di rendimento minimo garantito;
- l'entità delle commissioni di performance e di overperformance richieste ed a carico dell'ente;
- la classe dei titoli acquistati.

## **CAPITOLO QUINTO**

### **IL RICORSO AGLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DA PARTE DEGLI ENTI TERRITORIALI. UNA VERIFICA EMPIRICA**

#### **Premessa**

Dopo aver esaminato, nei capitoli precedenti, le caratteristiche, i riferimenti normativi e le modalità di utilizzo dei vari strumenti di finanziamento che il legislatore ha messo a disposizione degli enti territoriali, quest'ultimo capitolo è dedicato ad una verifica empirica circa il ricorso da parte delle amministrazioni locali agli strumenti analizzati.

In particolare, si analizza la diffusione presso gli enti territoriali italiani dei prestiti obbligazionari, anche in rapporto ai più tradizionali mutui con la Cassa depositi e prestiti e con il sistema bancario.

Parallelamente allo sviluppo del mercato dei BOC, BOP e BOR si è assistito ad un progressivo aumento degli enti territoriali che richiedono una valutazione di rating. Al riguardo, si esamina il profilo di rischio degli enti territoriali italiani e il suo legame rispetto al livello di rischio che caratterizza la Repubblica Italiana.

Si analizzano i possibili effetti che l'entrata in vigore di Basilea 2 potrà avere sul costo del credito concesso dal sistema bancario agli enti territoriali.

L'attenzione si concentra, poi, sul ricorso alla tecnica del project financing e, infine, sulla diffusione degli strumenti derivati per la gestione del debito degli enti territoriali.

## 5.1 Le emissioni di prestiti obbligazionari

I prestiti obbligazionari sono strumenti di reperimento di risorse finanziarie tornati ad essere utilizzabili da parte degli enti territoriali italiani solo dalla seconda metà degli anni '90, grazie alla Legge n. 724 del 1994.

Il primo ente ad emettere un buono obbligazionario fu, nel giugno del 1996, il Comune di Forlì per un ammontare complessivo pari a 12,2 miliardi di lire. I BOC vennero emessi dall'amministrazione cittadina per reperire i fondi necessari alla realizzazione del teatro Diego Fabbri.

Dal 1996 a settembre 2006 sono state effettuate 1.577 emissioni per un ammontare complessivo pari ad oltre 35 miliardi di euro. Il 59% dei volumi totali sono da imputare alle Regioni, il 31% ai Comuni e il restante 10% alle Province.

Se si considera il numero delle emissioni, a prevalere sono i Comuni con l'82%, seguiti dalle Province (13%) e dalle Regioni (5%) (v. Tab. 5.1).

**Tab. 5.1 - Le emissioni di BOC, BOP e BOR dal 1996 al 2006 (importi in milioni di euro)**

Anno	Numero Emissioni	Importo emissioni
BOC	1.288	10.984
BOP	215	3.440
BOR	74	21.130
<b>Totale</b>	<b>1.577</b>	<b>35.554</b>

Fonte: Ns. elaborazione su dati Dexia Crediop per gli anni 1996-2004; Istituto per la Finanza e l'Economia locale per il periodo 2005-2006.

Il volume annuo delle emissioni di prestiti obbligazionari di Comuni, Province e Regioni è cresciuto molto rapidamente passando dai 245 milioni di euro del 1996 ai 7.254 milioni del 2005 (v. Tab. 5.2).

In calo risultano, invece, le emissioni dell'ultimo anno. Nel primo semestre 2006, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, le emissioni obbligazionarie domestiche di Regioni, Comuni e Province hanno registrato una flessione del 28%. Secondo alcuni, il calo va valutato alla luce del boom delle emissioni registrate nel 2005 per rinegoziare i mutui contratti con la Cassa depositi e prestiti e con il sistema bancario.<sup>1</sup> Il 2005, dunque, sarebbe stato un anno particolare, nel quale le emissioni sono state sostenute da

<sup>1</sup> Cfr. Bufacchi I. (2006), "Bond senza appeal: emissioni in calo del 28%", *Il Sole 24 Ore*, 20 agosto.

un'esigenza, quella di ristrutturare il debito, che non si ripete di anno in anno. Gli esperti del settore ritengono che, seppure nel futuro non si registreranno grandi espansioni, le obbligazioni continueranno ad essere uno strumento largamente utilizzato dalle amministrazioni locali. La particolarità del 2005 appare abbastanza evidente se si esamina l'andamento delle emissioni dal 1996 ad oggi (v. Fig. 5.1). Un aumento delle emissioni simile a quello registrato nel 2005 si è rilevato solo nel 2002: anche in questo anno la maggior parte delle risorse derivanti dalle emissioni sono state destinate al rifinanziamento dei mutui accesi a tassi più elevati rispetto a quelli connessi alle obbligazioni.<sup>2</sup>

**Tab. 5.2 - Le emissioni di BOC, BOP e BOR dal 1996 al 2006 (importi in milioni di euro)**

Anno	Numero Emissioni	Importo emissioni
1996	6	245
1997	41	815
1998	99	1.449
1999	100	2.464
2000	114	3.079
2001	143	2.406
2002	156	5.502
2003	168	4.017
2004	240	5.195
2005	401	7.254
2006*	109	3.128
<b>Totale</b>	<b>1.577</b>	<b>35.554</b>

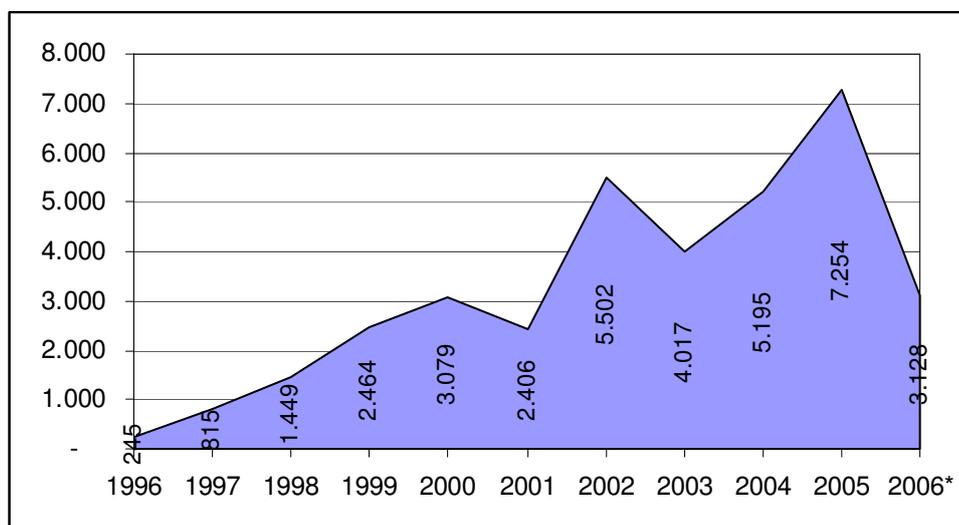
\* Periodo gennaio-settembre 2006.

Fonte: Dexia Crediop per gli anni 1996-2004

Istituto per la Finanza e l'Economia locale per il periodo 2005-2006

<sup>2</sup> La Legge finanziaria per il 2002 (L. 448/2001) all'art. 41, infatti, aveva previsto la possibilità di emettere obbligazioni anche per il rifinanziamento di mutui accesi a tassi di interesse più elevati.

**Fig. 5.1 - Andamento delle emissioni di prestiti obbligazionari dal 1996 al 2006**



\* Emissioni nel periodo gennaio-settembre.

Fonte: Ns. elaborazione su dati Dexia Crediop (anni 1996-2004) e Istituto per la Finanza e l'Economia locale (periodo 2005-2006)

Analizzando ammontari emessi e numero di emissioni separatamente per regioni, province e comuni, si evidenzia che sono le regioni gli enti ad aver emesso i maggiori volumi (21.130 milioni su un totale di 35.554 milioni) mentre i Bop costituiscono costantemente una frazione residuale (3.440 milioni) dell'ammontare complessivi (v. Tabb. 5.3, 5.4, 5.5).

Particolarmente consistenti sono state le emissioni di Bor nel periodo 1999-2004, mentre nel 2005 quasi il 60% delle emissioni complessive sono da attribuire ai comuni.

Passando al numero di emissioni effettuate, a prevalere sono i comuni, che registrano il maggior numero di titoli emessi (1.288), seguiti rispettivamente da province (215) e regioni (74). Si può notare come dal 1996 al 2005, il numero di Boc emessi sia cresciuto di anno in anno senza mai arrestarsi. Per i Bop si registra una crescita a fasi alterne, con due picchi, uno nel 2004 e uno nel 2005. Anche per i Bor, la crescita è altalenante con punte nel 2002 e nel 2004.

**Tab. 5.3 - Le emissioni di BOR dal 1996 al 2006 (importi in milioni di euro)**

Anno	Numero Emissioni	Importo emissioni
1996	1	9
1997	2	513
1998	3	817
1999	7	1.695
2000	8	2.523
2001	6	1.708
2002	13	4.527
2003	9	2.520
2004	11	2.388
2005	7	1.940
2006	7	2.490
<b>Totale</b>	<b>74</b>	<b>21.130</b>

Fonte: Dexia Crediop per gli anni 1996-2004

Istituto per la Finanza e l'Economia locale per il periodo 2005-2006

**Tab. 5.4 - Le emissioni di BOP dal 1996 al 2006 (importi in milioni di euro)**

Anno	Numero Emissioni	Importo emissioni
1996		
1997	5	80
1998	17	149
1999	14	65
2000	8	35
2001	19	64
2002	19	296
2003	31	470
2004	44	1.055
2005	47	1.016
2006	11	210
<b>Totale</b>	<b>215</b>	<b>3.440</b>

Fonte: Dexia Crediop per gli anni 1996-2004

Istituto per la Finanza e l'Economia locale per il periodo 2005-2006

**Tab. 5.5 - Le emissioni di BOC dal 1996 al 2006 (importi in milioni di euro)**

Anno	Numero Emissioni	Importo emissioni
1996	5	236
1997	34	222
1998	79	483
1999	79	704
2000	98	521
2001	118	634
2002	124	679
2003	128	1.027
2004	185	1.752
2005	347	4.298
2006	91	428
<b>Totale</b>	<b>1.288</b>	<b>10.984</b>

Fonte: Dexia Crediop per gli anni 1996-2004

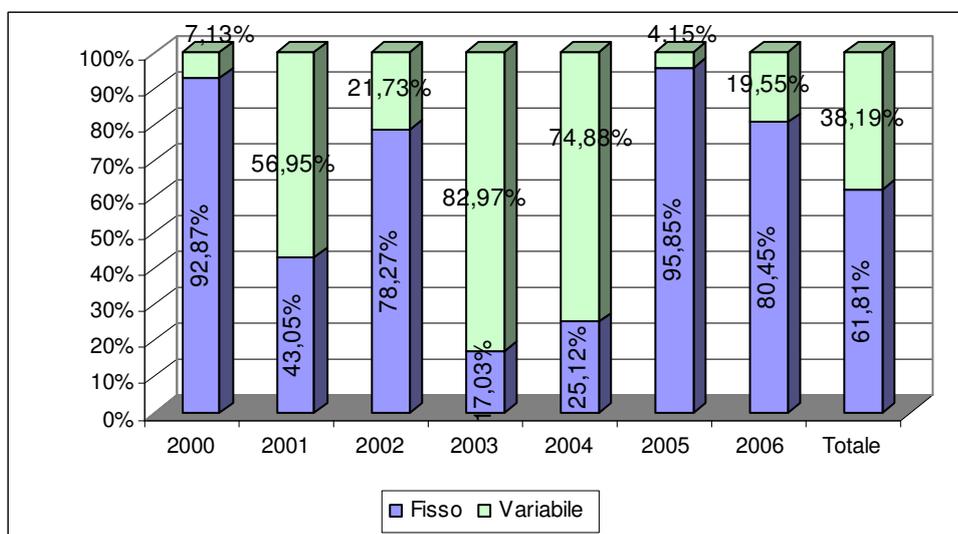
Istituto per la Finanza e l'Economia locale per il periodo 2005-2006

### *Le emissioni a tasso fisso e a tasso variabile*

Dall'analisi delle tipologie dei tassi legati alle emissioni, emerge che a ricorrere al tasso fisso sono state soprattutto le regioni, mentre i comuni e soprattutto le province ricorrono più spesso al tasso variabile. In dettaglio, quasi il 62% dei volumi emessi dalle regioni sono legati ad un tasso fisso contro il 50% dei Boc e il 27% dei Bop (v. Figg. 5.2, 5.3, 5.4).

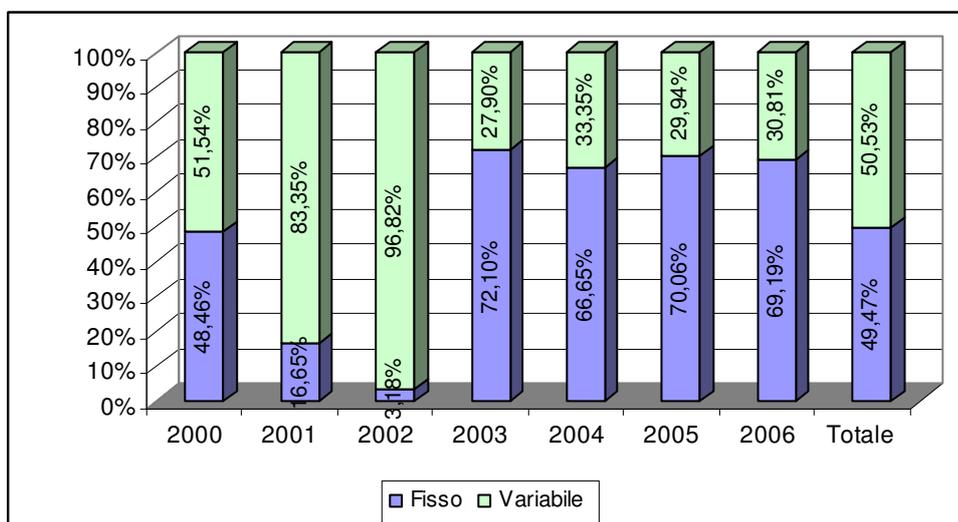
Ad un'analisi più approfondita emerge che le regioni hanno preferito ricorrere al tasso variabile soprattutto negli anni 2003 e 2004 coerentemente con il verificarsi di una fase di riduzione dei tassi di interesse (v. Fig. 5.5). Nello stesso periodo, i comuni hanno preferito fare più massiccio ricorso al tasso fisso.

**5.2 - Bor: emissioni per tipologia di tasso (% per ammontare emesso)**



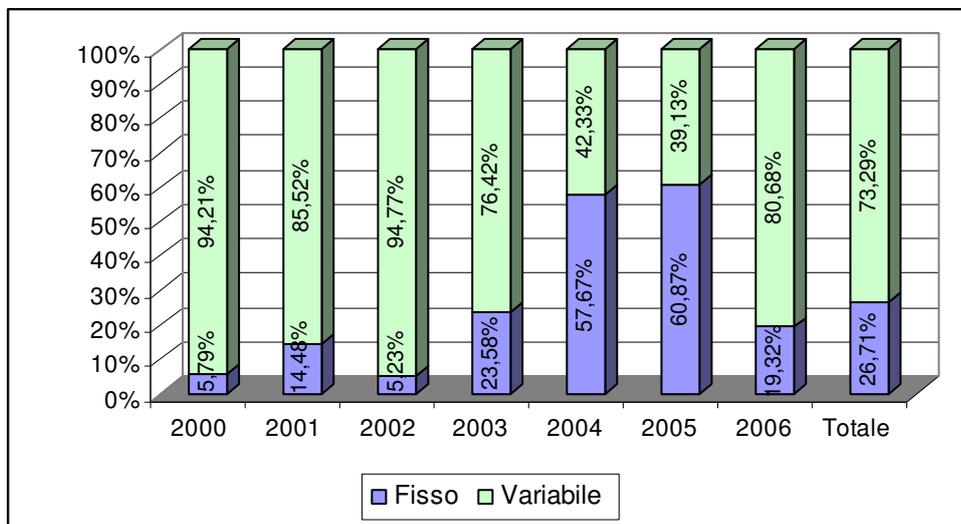
Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

**5.3 - Boc: emissioni per tipologia di tasso (% per ammontare emesso)**



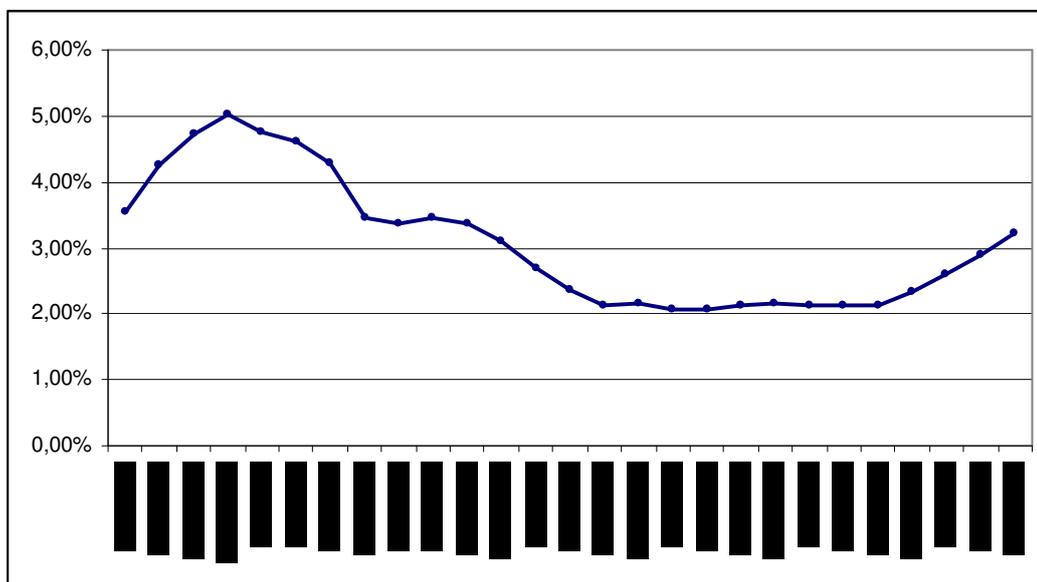
Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

**5.4 - Bop: emissioni per tipologia di tasso (% per ammontare emesso)**



Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

**Fig. 5.5 - Andamento dei tassi di interesse (Euribor a 3 mesi)**

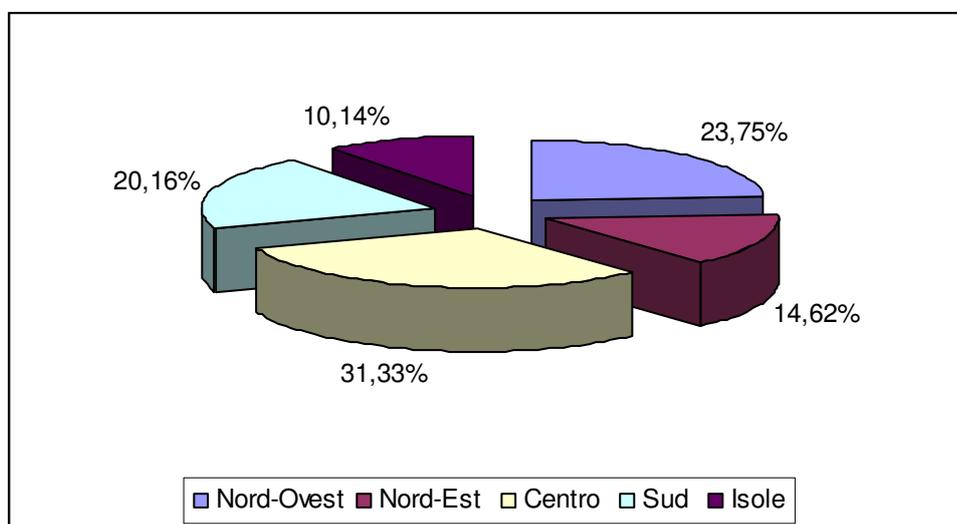


Fonte: Ns. elaborazione su dati Banca Centrale Europea

### *Ripartizione per aree geografiche*

Dal punto di vista geografico, la suddivisione territoriale delle emissioni evidenzia una maggiore concentrazione dei volumi emessi negli enti territoriali del Nord Italia, con un ammontare pari al 38,37% (23,75% Nord-Ovest e 14,62% Nord Est). Al Centro l'ammontare emesso è stato pari al 31,33%, al Sud al 20,16% e nelle Isole al 10,14% (v. Fig. 5.6).

**Fig. 5.6 - Ammontare di Bor, Bop e Boc emessi per area territoriale dal 1996 al 2006**

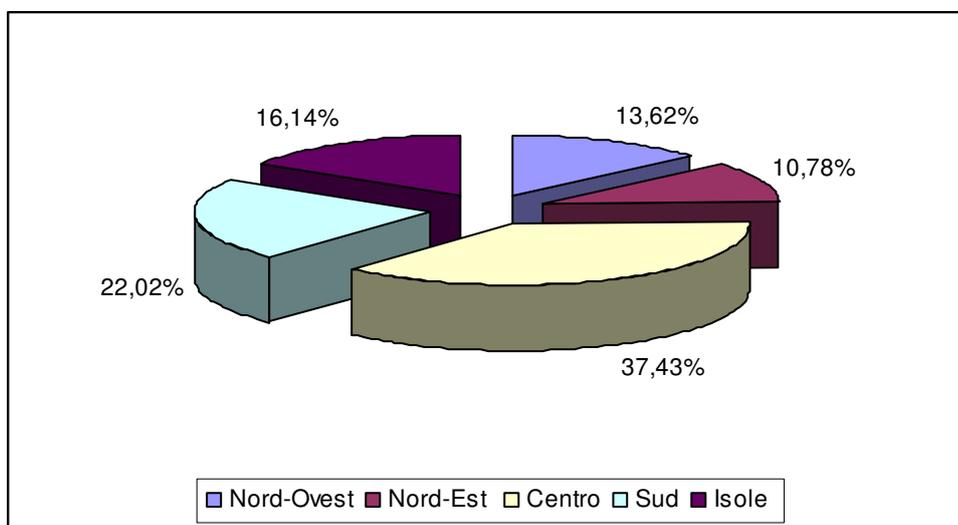


Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

Concentrando l'attenzione sulle emissioni regionali, il 37,43% è da attribuire alle emissioni delle regioni del Centro Italia. In particolare, è l'Umbria la regione che ha fatto maggiore ricorso al prestito obbligazionario emettendo ben il 17,77% dei volumi totali (v. Figg. 5.7 e 5.8).

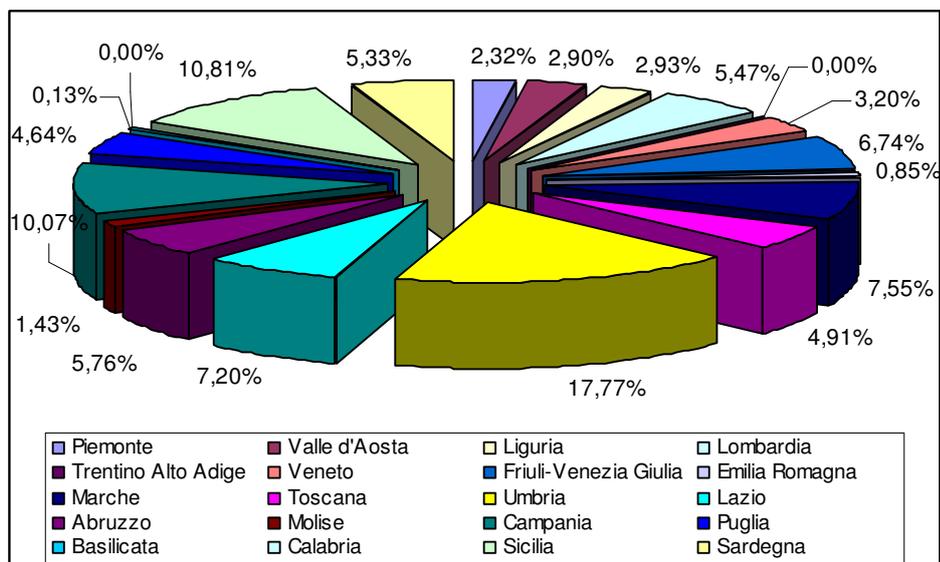
Consistenti sono anche le emissioni delle regioni meridionali e delle isole che superano le emissioni delle regioni settentrionali. In particolare, si distinguono la Sicilia (10,81% del totale volumi emessi) e la Campania (10,07%). Non risulta nessuna emissione per la Calabria e per il Trentino Alto Adige.

**Fig. 5.7 - Ammontare di Bor emessi per area territoriale dal 1996 al 2006**



Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

**Fig. 5.8 - Ammontare di Bor emessi per regione**

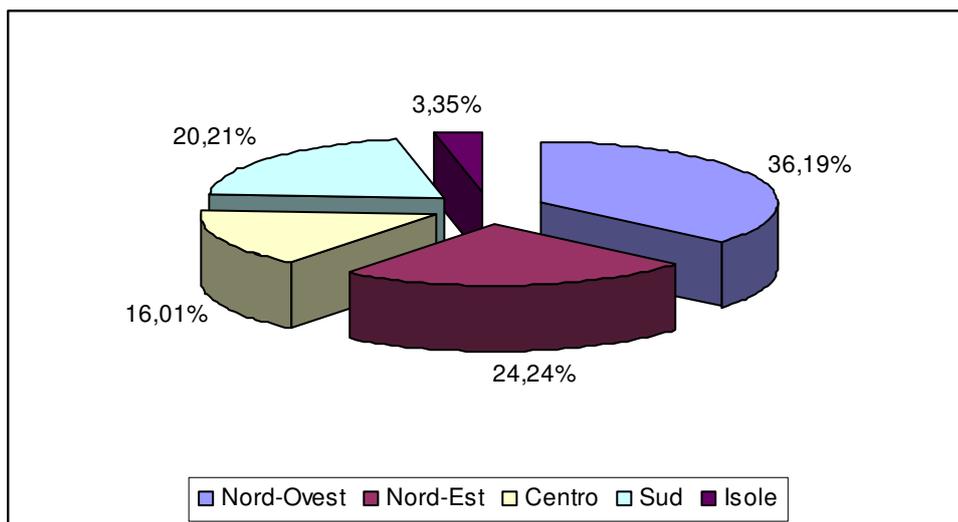


Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

Passando ai Bop, il 36,19 delle emissioni proviene dalle province del Nord-Ovest, il 24,4% da quelle del Nord-Est, il 20,21% dal Sud, solo il 16% e il 3,35% rispettivamente dal Centro e dalle Isole (v. Figg. 5.9 e 5.10).

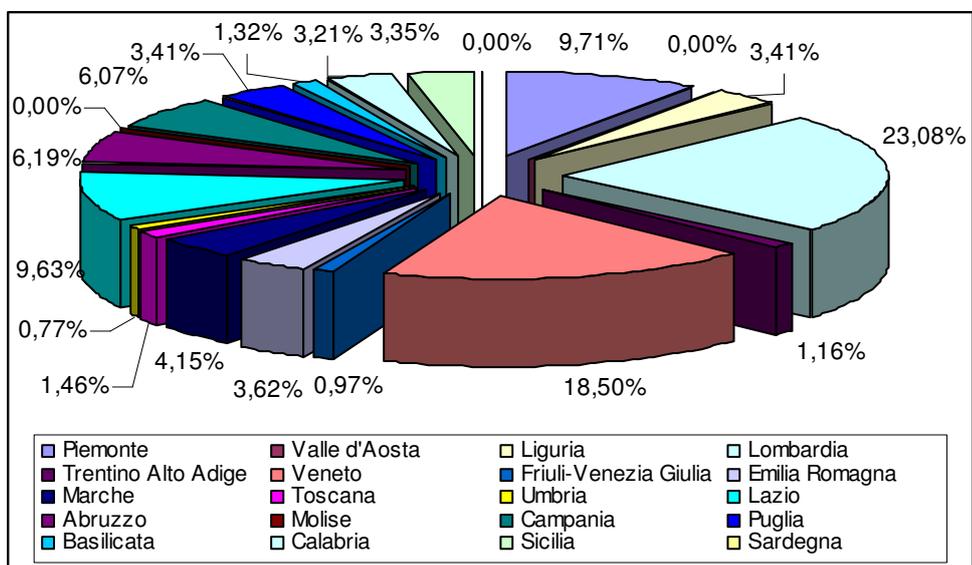
Le emissioni sono state effettuate per oltre il 60% da province collocate in Lombardia (23,08%), Veneto (18,50%), Piemonte (9,71%), Lazio (9,63%). Nessuna emissione è stata effettuata dalle province del Molise, della Valle d'Aosta e della Sardegna.

**Fig. 5.9 - Ammontare di Bop emessi per area territoriale**



Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

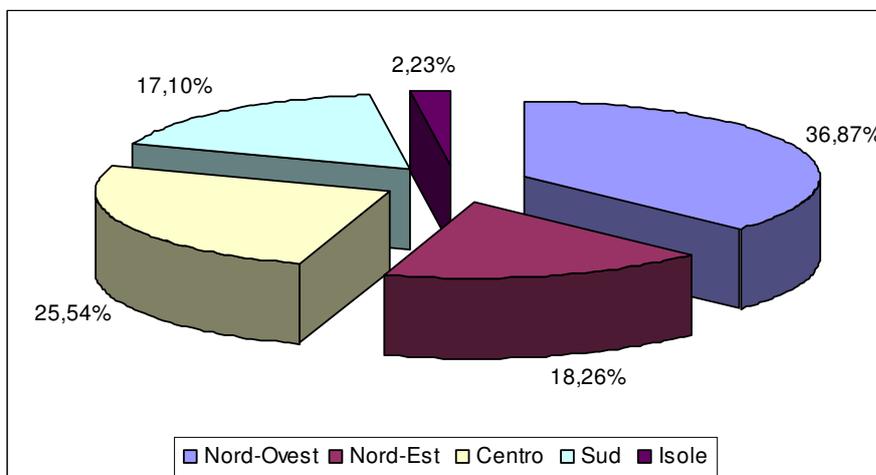
**Fig. 5.10 - Ammontare di Bop emessi per regione**



Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

Infine, per i Boc il 36,87% dei volumi emessi dal 1996 ad oggi sono da attribuire ad enti del Nord-Ovest, il 18,26% ad enti del Nord-Est, il 25,54% ad enti del Centro e solo il 19,33% al sud e Isole (v.Fig. 5.11).

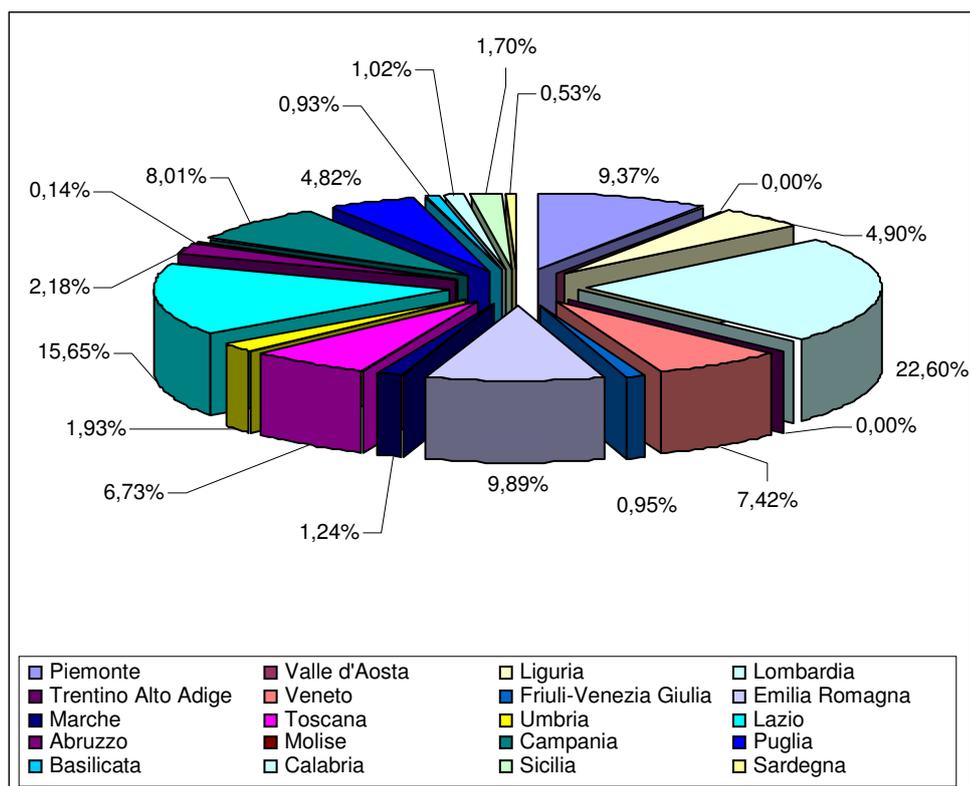
**Fig. 5.11 - Ammontare di Boc emessi per area territoriale**



Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

A ricorrere al prestito obbligazionario sono stati prevalentemente i comuni lombardi (22,60% delle emissioni) e quelli laziali (15,65%). Nessuna emissione si registra a carico dei comuni della Valle d'Aosta (v. Fig. 5.12).

**Fig. 5.12 - Ammontare di Boc emessi per regione**



Fonte: Ns. elaborazione su dati Istituto per la Finanza e l'Economia locale

### ***Le emissioni internazionali***

In alcuni casi, anche grazie a buoni rating, gli enti territoriali italiani collocano i prestiti obbligazionari sul mercato internazionale. La valuta di denominazione è quasi sempre l'euro, in alcuni casi il dollaro. Data la necessità di procedere ad emissioni di

importo rilevante per accedere al mercato internazionale, a ricorrere a questo tipo di emissione sono soprattutto le regioni.

Nel 2003, le emissioni internazionali hanno raggiunto il 77% delle emissioni complessive. Di queste ultime, il 77% è da imputare alle regioni, il 19% ai comuni e il 4% alle province.<sup>3</sup>

La quota di emissioni internazionali è risultata più ridotta nei due anni successivi. In particolare, nel 2004, le emissioni internazionali sono state pari al 46% di quelle complessive: la maggior parte di esse è rappresentata dai Bor (70%), seguiti dai Bop (17%) e dai Boc (13%).<sup>4</sup>

Nel 2005, le emissioni internazionali hanno rappresentato il 45% delle emissioni complessive. Da evidenziare che il 61% delle emissioni internazionali sono state rappresentate da Boc, mentre i Bor hanno rappresentato il 39% del totale. Non ci sono state, invece, emissioni di Bop.

In valore assoluto, le emissioni obbligazionarie collocate su scala internazionale nel primo semestre del 2006 sono cresciute del 44% rispetto allo stesso periodo del 2005. In termini percentuali, le emissioni internazionali erano pari al 54% di quelle totali nel primo semestre 2005 e sono aumentate al 71% nel corrispondente periodo del 2006.

Le emissioni internazionali, oltre ad ampliare le possibilità di reperire fonti di finanziamento, contribuiscono a dare lustro e visibilità politica ad assessori, sindaci e presidenti. È anche per questa ragione che gli enti territoriali decidono di collocare i loro bond sui mercati internazionali.

Al riguardo, ad esempio, la Regione Piemonte ha annunciato un'emissione obbligazionaria da 2 miliardi di euro da realizzare entro la fine del 2006: le Fondazioni piemontesi sottoscriveranno una piccola parte di tali obbligazioni (200 milioni), mentre il resto sarà collocato all'estero.

---

<sup>3</sup> Cfr. Dexia Crediop, "Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani nel 2003", *Public Finance*, agosto 2004.

<sup>4</sup> Cfr. Dexia Crediop, "Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani nel 2004", *Public Finance*, agosto 2005.

***La composizione del debito degli enti territoriali: mutui e prestiti obbligazionari***

Se consideriamo la composizione del debito degli enti territoriali, si nota che, nel caso delle regioni, esso è costituito quasi in pari misura da titoli e prestiti. Al 30 giugno 2006, i primi rappresentano, infatti, il 48% del debito totale, mentre i secondi costituiscono il 52% (v. Tab. 5.6).

**Tab. 5.6 - Debito delle Regioni italiane – analisi per strumento (dati in milioni di euro)**

DATA	DEBITO LORDO *	TITOLI		PRESTITI DI BANCHE E FONDI MONETARI E CDP SPA	
	Valore **	Valore	% su Debito	Valore	% su Debito
30/06/2006	(33.684,53113)	(16.194,96177)		(15.608,19337)	
31/12/2005	30.696,95978	13.835,86469		14.973,62800	
30/06/2005	30.193,14455	13.158,35210		14.945,81121	
31/12/2004	29.149,14091	13.336,92255		13.730,44170	
30/06/2004	28.164,49719	11.893,12330		14.194,93864	
31/12/2003	27.160,81138	11.609,68650		13.272,58710	
30/06/2003	24.797,21212	10.575,43014		11.919,47016	
31/12/2002	21.914,88319	9.830,38593		11.703,14316	
30/06/2002	20.701,40461	7.521,99055		12.519,03370	
31/12/2001	19.210,71450	6.070,57018		12.493,46759	
30/06/2001	18.067,35781	5.388,55518		12.047,36676	
31/12/2000	17.701,62312	4.761,75278		12.814,66412	
30/06/2000	16.023,15546	3.699,37361		12.206,94546	
31/12/1999	14.883,29104	2.561,61231		12.204,14846	
30/06/1999	13.120,32609	1.668,23608		11.345,79289	
31/12/1998	11.878,77039	1.006,43537		10.771,98566	

Note: \* Il debito lordo è dato dalla somma delle passività finanziarie delle Regioni, a esclusione di quelle che costituiscono attività di enti appartenenti allo stesso settore. L'aggregato è calcolato in coerenza con i criteri metodologici definiti nel Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 3605/93. (SEC95: Settore S13, Strumenti F2, F33, F4)

\*\* I dati fra parentesi sono provvisori

Fonte: Banca d'Italia – Base informativa pubblica – Tavola TCCE0250: DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI: ANALISI PER COMPARTI E STRUMENTI – consultabile sul sito informatico della Banca d'Italia nella sezione Base informativa pubblica, Supplementi al Bollettino Statistico – Finanza Pubblica

Situazione diversa si presenta per comuni e province. In questo caso, infatti, i prestiti obbligazionari rappresentano solo il 27% del debito complessivo (v. Tab. 5.7).

**Tab. 5.7 - Debito delle Province e dei Comuni – analisi per strumento (dati in milioni di euro)**

DATA	DEBITO LORDO *	TITOLI		PRESTITI DI BANCHE E FONDI MONETARI E CDP SPA	
	Valore **	Valore	% su Debito	Valore	% su Debito
30/06/2006	(51.686,28386)	(14.113,01524)		(36.936,92603)	
31/12/2005	48.485,57629	13.566,24704		34.212,34595	
30/06/2005	43.417,06723	10.576,79251		32.090,70015	
31/12/2004	41.175,10726	7.951,62573		32.585,98212	
30/06/2004	39.997,84932	5.526,61145		33.783,27077	
31/12/2003	38.204,78454	5.031,05650		32.482,87088	
30/06/2003	19.591,92654	3.821,37480		15.656,32769	
31/12/2002	18.754,77985	3.657,40440		14.985,30814	
30/06/2002	18.003,12442	3.001,18497		14.862,76913	
31/12/2001	17.348,83766	2.782,87330		14.433,99955	
30/06/2001	16.895,10675	2.350,31509		14.422,44234	
31/12/2000	16.910,23130	2.244,81434		14.546,43741	
30/06/2000	15.915,11746	1.849,52732		13.949,77884	
31/12/1999	14.944,31863	1.833,06838		12.993,31322	
30/06/1999	13.564,88128	1.440,53687		12.014,50980	
31/12/1998	12.956,65965	1.094,16311		11.753,08550	

Note: \* Il debito lordo è dato dalla somma delle passività finanziarie delle Regioni, a esclusione di quelle che costituiscono attività di enti appartenenti allo stesso settore. L'aggregato è calcolato in coerenza con i criteri metodologici definiti nel Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 3605/93. (SEC95: Settore S13, Strumenti F2, F33, F4)

\*\* I dati fra parentesi sono provvisori

Fonte: Banca d'Italia – Base informativa pubblica – Tavola TCCE0250: DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI LOCALI: ANALISI PER COMPARTI E STRUMENTI – consultabile sul sito informatico della Banca d'Italia nella sezione Base informativa pubblica, Supplementi al Bollettino Statistico – Finanza Pubblica

Le Regioni sembrano, dunque, aver meglio diversificato le loro fonti di finanziamento. Ad un'analisi attenta, però, si evidenzia che gli enti territoriali non hanno ridotto la loro

dipendenza dagli istituti di credito. Infatti, nella quasi totalità dei casi, le obbligazioni emesse dagli enti territoriali italiani sono sottoscritte da banche, nazionali o straniere.

Solo in rari casi, le obbligazioni vengono quotate e collocate presso il pubblico dei piccoli risparmiatori.

Se si esaminano i principali mercati borsistici europei (Milano, Londra e Francoforte), si nota che solo 7 emissioni sono quotate su tali mercati. In dettaglio:

- alla Borsa Italiana risultano quotati:
  - i Bop emessi dalla Provincia di Milano a dicembre del 1997 per un valore nominale di 100 miliardi di lire con scadenza 2012 e rimborso in 30 rate semestrali;
  - i Boc emessi dal Comune di Roma nel 1996 per un valore nominale di 100 miliardi di lire con scadenza 2016 e rimborso in 40 rate semestrali;
- al London Stock Exchange sono quotati:
  - i Bor emessi dalla Regione Sicilia nel 1999 per un valore di 144 milioni di sterline con scadenza 2009;
  - i Bor emessi dalla Regione Sicilia nel 2000 per un valore di 398 milioni di sterline con scadenza 2010;
  - i Bor emessi dalla Regione Sicilia nel 2000 per un valore di 328 milioni di sterline con scadenza 2015;
  - i Bor emessi dalla Regione Sicilia nel 1999 per un valore di 297 milioni di sterline con scadenza 2009.
- nel listino della Deutsche Borse sono inseriti:
  - i Bor emessi dalla Regione Lazio a luglio 1999 per un valore di 150 milioni di euro con scadenza 2009.

Di fatto, le obbligazioni degli enti territoriali si sono evolute dal 1996 ad oggi per motivazioni diverse da quelle che hanno ispirato la legge istitutiva di tale strumento. Nelle intenzioni del legislatore del 1994, consentire agli enti territoriali di emettere obbligazioni significava collegare il risparmio dei cittadini italiani direttamente alla costruzione di opere pubbliche fruite dagli stessi cittadini.

Ad oggi, il collocamento di Boc, Bop e Bor ai cittadini sembra difficile da realizzare. Molto spesso si tratta di titoli che rendono meno dei Btp pur essendo caratterizzati da profili di rischio più elevati.

## 5.2 Il rating degli enti territoriali italiani

Parallelamente allo sviluppo del mercato dei BOC, BOP e BOR si è assistito ad un progressivo aumento degli enti territoriali che richiedono una valutazione di rating.

Ad agosto 2006, gli Enti territoriali *rated* erano 79 tra Comuni, Province e Regioni. Tutte le regioni italiane, ad eccezione del Trentino Alto Adige, dispongono di un rating.

**Tabella 5.8 – Il rating delle Regioni italiane**

Regione	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency
Abruzzo	A	A	A1	A1		
Basilicata				A1		
Calabria				A2	A+	A+
Campania	A-	A-	A3	A3		
Emilia Romagna	AA-	AA-	Aa2	Aa2		
Friuli Venezia Giulia	AA-	AA-			AA	AA
Lazio	A-	A-	A1	A1	A	A
Liguria	AA-	AA-	Aa3	Aa3		
Lombardia	AA-	AA-	Aa1	Aa1	AA	AA
Marche	AA-	AA-	Aa3	Aa3		
Molise				A2		
Piemonte			Aa3	Aa3	AA-	AA-
Puglia				A2		
Sardegna			A2	A2		
Sicilia	A+	A+	A2	A1	A-	A-
Toscana	AA-	AA-	Aa2	Aa2		
Umbria	AA-	AA-	Aa3	Aa3		
Valle d'Aosta	AA-	AA-				
Veneto			Aa2	Aa2		

Fonti: Ns. elaborazione su dati:

Standard & Poor's, *International Public Finance – Credit Ratings List*, aggiornata al 10 agosto 2006 (v. sito internet [www2.standardandpoors.com](http://www2.standardandpoors.com))

Moody's, *Sub-Sovereign Ratings List*, aggiornata al 18 agosto 2006 (v. sito internet [www.moodys.com](http://www.moodys.com))

Ftch Ratings, *International Public Finance – Issuer List* (v. sito internet [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com))

Tra le 110 province italiane, 26 sono provviste di rating. Come per i comuni, la maggior parte di esse (21) è localizzata nelle regioni del Centro-Nord. Per quanto riguarda la Calabria, nessuna delle 5 province è provvista di rating.

**Tabella 5.9 – Il rating delle Province italiane**

Provincia	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency
Ancona	A+	A+				
Arezzo				Aa3		
Bologna	A+	A+	Aa3			
Bolzano				Aa1	AA+	AA+
Brescia					A+	A+
Chieti					A	A
Como					AA	AA
Foggia			A2	A2		
Genova				Aa3		
Grosseto					AA	AA
Lecce					A+	A+
Milano			Aa3	Aa3		
Napoli				Aa3		
Palermo			A1			
Prato	AA-	AA-				
Rimini			Aa3			
Roma	A+	A+			AA-	AA-
Savona					AA-	AA-
Torino			Aa3	Aa3		
Trento			Aa1	Aa1	AA+	AA+
Treviso			Aa3	Aa3	AA-	AA-
Udine					AA-	AA-
Varese					A+	A+
Venezia					AA-	
Vicenza	A	A				
Viterbo					AA-	AA-

Fonti: Ns. elaborazione su dati:

Standard & Poor's, *International Public Finance – Credit Ratings List*, aggiornata al 10 agosto 2006 (v. sito internet [www2.standardandpoors.com](http://www2.standardandpoors.com))

Moody's, *Sub-Sovereign Ratings List*, aggiornata al 18 agosto 2006 (v. sito internet [www.moody.com](http://www.moody.com))

Fitch Ratings, *International Public Finance – Issuer List* (v. sito internet [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com))

I Comuni provvisti di rating sono 34, la maggior parte dei quali (26) del Centro-Nord. Sono solo 8 i Comuni del Sud e delle Isole ad avere un rating. Tra questi non figura nessun comune della Calabria.

**Tabella 5.10 – Il rating dei Comuni italiani**

Comune	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency
Alessandria	A-	A-				
Bari			Aa3	Aa3		
Bologna	AA-	AA-	Aa2	Aa2		
Bolzano					AA+	AA+
Brescia					AA-	AA-
Cagliari					AA	AA
Catania				A2		
Civitavecchia			A1	A1		
Firenze	AA-	AA-	Aa2	Aa2		
Genova	A	A				
Gorizia					AA	AA
Jesi	BBB+	BBB+				
L'Aquila			A1			
Lecce			A2	A2		
Lecco					AA-	AA-
Lucca	A	A				
Milano	AA-	AA-	Aa2	Aa2	AA	AA
Napoli	BBB+	BBB+		A1	A	A
Orvieto	BBB+	BBB+				
Palermo			Aa3			
Pisa					AA-	AA-
Pistoia					AA-	AA-
Prato	A+	A+				
Rimini				Aa3		
Roma	AA-	AA-			AA-	AA-
Roseto degli Abruzzi	BBB+	BBB+				
Sesto Fiorentino	AA-	AA-				
Siena					AA-	AA-
Torino	A+	A+				
Trento					AA+	AA+

Comune	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency
Trieste					AA-	AA-
Venezia	AA-	AA-		Aa2		
Verona					AA-	AA-
Viterbo					AA-	AA-

Fonti: Ns. elaborazione su dati:

Standard & Poor's, *International Public Finance – Credit Ratings List*, aggiornata al 10 agosto 2006 (v. sito internet [www2.standardandpoors.com](http://www2.standardandpoors.com))

Moody's, *Sub-Sovereign Ratings List*, aggiornata al 18 agosto 2006 (v. sito internet [www.moody.com](http://www.moody.com))

Fitch Ratings, *International Public Finance – Issuer List* (v. sito internet [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com))

Alla stessa data, il rating della Repubblica Italiana rilasciato da Moody's era pari a Aa2, quello di Standard&Poor's a AA-, quello di Fitch ad AA.

Come si vede dalle tabelle precedenti, il rating degli enti territoriali italiani è strettamente legato a quello dello stato sovrano.

In dettaglio, in soli due casi Moody's ha rilasciato un rating superiore a quello della Repubblica: si tratta delle province autonome di Trento e Bolzano che hanno un rating pari a Aa1, di una posizione superiore rispetto all'Aa2 dell'Italia.

Standard&Poor's in nessun caso ha rilasciato agli enti territoriali rating superiori allo stato sovrano.

Fitch, infine, rispetto allo stato sovrano, ha giudicato migliore il profilo di rischio delle province di Trento e Bolzano e dei comune di Trento e Bolzano, tutti e quattro con rating pari a AA+ contro l'AA della Repubblica.

Ad ottobre 2006, due delle tre maggiori agenzie di rating hanno declassato il debito della Repubblica Italiana. In particolare, Standard&Poor's ha abbassato il rating da AA- ad A+ mentre Fitch lo ha portato da AA ad AA-.

Contestualmente, Standard&Poor's ha modificato, abbassandoli, i rating di quasi tutte le regioni. Il giudizio sulla solvibilità è stato modificato per nove delle dodici regioni rated (evidenziate in giallo nella Tab.5.11). Anche i rating della provincia di Prato e dei comuni di Bologna, Firenze, Milano, Roma, Sesto Fiorentino e Venezia sono stati rivisti e portati a livello del rating dell'Italia (v. Tabb. 5.12 e 5.13).

Modifiche si sono registrate anche nei rating assegnati da Fitch, per riportarli a livelli non superiori rispetto al rating dello Stato. In particolare, Fitch ha declassato la Regione Lombardia, la Provincia di Grosseto, le città di Cagliari e Milano.

Nessuna modifica si segnala, invece, per Moody's.

**Tabella 5.11 – Il rating delle Regioni italiane al 22 novembre 2006**

Regione	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency
Abruzzo	A	A	A1	A1		
Basilicata				A1		
Calabria				A2	A+	A+
Campania	A-	A-	A3	A3		
Emilia Romagna	A+	A+	Aa2	Aa2		
Friuli Venezia Giulia	A+	A+			AA	AA
Lazio	BBB	BBB	A1	A1	A	A
Liguria	A+	A+	Aa3	Aa3		
Lombardia	A+	A+	Aa1	Aa1	AA-	AA-
Marche	A+	A+	Aa3	Aa3		
Molise				A2		
Piemonte			Aa3	Aa3	AA-	AA-
Puglia				A2		
Sardegna			A2	A2	AA-	AA-
Sicilia	A+	A+	A2	A1	A-	A-
Toscana	A+	A+	Aa2	Aa2		
Umbria	A+	A+	Aa3	Aa3		
Valle d'Aosta	A+	A+				
Veneto			Aa2	Aa2		

Fonte: Dexia Crediop

**Tabella 5.12 – Il rating delle Province italiane al 22 novembre 2006.**

Provincia	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency
Ancona	A+	A+				
Arezzo				Aa3		
Bologna	A+	A+	Aa3			
Bolzano				Aa1	AA+	AA+
Brescia					A+	A+
Chieti					A	A
Como					AA	AA
Foggia			A2	A2		
Genova				Aa3		
Grosseto					AA-	AA-
Lecce					A+	A+
Milano			Aa3	Aa3	AA-	AA-
Napoli				Aa3		
Palermo			A1			
Prato	A+	A+				
Rimini			Aa3			
Roma	A+	A+			AA-	AA-
Savona					AA-	AA-
Torino			Aa3	Aa3		
Trento			Aa1	Aa1	AA+	AA+
Treviso			Aa3	Aa3	AA-	AA-
Udine					AA-	AA-
Varese					A+	A+
Venezia					AA-	
Viterbo					AA-	AA-

Fonte: Dexia Crediop

**Tabella 5.13 – Il rating dei Comuni italiani al 22 novembre 2006**

Comune	Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency	Foreign Currency	Domestic Currency
Alessandria	A-	A-				
Bari			Aa3	Aa3		
Bologna	A+	A+	Aa2	Aa2		
Bolzano					AA+	AA+
Brescia					AA-	AA-
Cagliari					AA-	AA-
Civitavecchia			A1	A1		
Firenze	A+	A+	Aa2	Aa2		
Fiumicino					A	A
Genova	A	A				
Gorizia					AA	AA
Jesi	BBB+	BBB+				
L'Aquila			A1			
Lecce			A2	A2		
Lecco					AA-	AA-
Lucca	A	A				
Milano	A+	A+	Aa2	Aa2	AA-	AA-
Napoli	BBB+	BBB+		A1	A	A
Orvieto	BBB	BBB				
Pisa					AA-	AA-
Pistoia					AA-	AA-
Prato	A+	A+				
Rimini				Aa3		
Roma	A+	A+			AA-	AA-
Roseto degli Abruzzi	BBB+	BBB+				
Sesto Fiorentino	A+	A+				
Siena					AA-	AA-
Taranto					CC	CC
Torino	A+	A+				
Trento					AA+	AA+
Trieste					AA-	AA-
Venezia	A+	A+		Aa2		
Verona					AA-	AA-
Viterbo					AA-	AA-

Fonte: Dexia Crediop

Il declassamento degli enti territoriali seguito a quello della Repubblica Italiana segnala la scarsa fiducia internazionale nel federalismo italiano. Secondo gli analisti, infatti, gli enti territoriali italiani sono fortemente condizionati da forti relazioni con il Governo centrale che non consentono una gestione autonoma. Fino a quando il Governo potrà imporre scelte che limitano la flessibilità delle entrate e delle spese locali, la qualità del credito dei governi locali resterà fortemente connessa a quella del governo centrale.<sup>5</sup>

Questa considerazione ha indotto le agenzie di rating a rivedere anche il giudizio sul Comune di Milano, considerato da Standard&Poor's uno dei primi dieci centri economici di tutto il mondo, accanto a Parigi, Londra, Los Angeles, Madrid, Toronto, Chicago, New York.

Al capoluogo lombardo sono riconosciuti diversi punti di forza: un Pil pro capite alto e superiore a quello del Paese, un basso tasso di disoccupazione, un elevato reddito pro capite. Tra i punti di debolezza sono segnalati il peso del debito ed i vincoli imposti dall'amministrazione pubblica centrale.<sup>6</sup>

### **5.3 Gli effetti di Basilea 2 sui finanziamenti concessi agli enti territoriali**

Come si è argomentato nel secondo capitolo, l'entrata in vigore di Basilea 2 potrebbe avere effetti sul costo dei finanziamenti concessi dalle banche agli enti territoriali.

Le banche, infatti, a fronte dei prestiti concessi agli enti territoriali dovranno accantonare quote di patrimonio commisurate al rischio connesso ai finanziamenti. In particolare, la banca dovrà accantonare un patrimonio pari almeno all'8% del valore del finanziamento ponderato per determinati coefficienti, crescenti al crescere del rischio di insolvenza della controparte.

Per quegli enti territoriali che hanno le caratteristiche affinché il rischio ad essi associato possa essere considerato alla stessa stregua del soggetto sovrano di appartenenza, si potrà applicare la stessa ponderazione prevista per lo Stato, che varia tra lo 0% e il 150%.

---

<sup>5</sup> Cfr. Colombo D. (2006), "Effetto domino su Cdp e 9 Regioni", *Il Sole 24 Ore*, 20 ottobre.

<sup>6</sup> Cfr. Bufacchi I. (2006), "Il capoluogo lombardo entra nella top ten Standard&Poor's", *Il Sole 24 Ore*, 3 novembre.

**Tab. 5.14 - Crediti verso soggetti sovrani – Ponderazioni per il rischio**

Valutazione	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a B-	Inferiore a B-	Senza rating
<b>Ponderazione</b>	0%	20%	50%	100%	150%	100%

Fonte: Comitato di Basilea, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*, Giugno 2004. p.13

Si è già avuto modo di sottolineare che, vista la scarsa autonomia fiscale degli enti territoriali italiani, la possibilità di applicare la stessa ponderazione prevista per lo Stato appare remota. In ogni caso, considerato l'attuale rating della Repubblica Italiana, supponendo un trattamento equiparato a quello dello Stato, la ponderazione dovrebbe essere pari allo 0%, migliore rispetto all'attuale ponderazione del 20%.

Appare più ragionevole supporre che i crediti verso gli enti territoriali non saranno equiparati a quelli verso i soggetti sovrani e, pertanto, saranno ponderati, a discrezione delle autorità nazionali, in base alle opzioni 1 o 2 di seguito riportate.

**Tab. 5.15 - Crediti verso enti pubblici – Ponderazioni per il rischio – Opzione 1**

Valutazione del soggetto sovrano	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a B-	Inferiore a B-	Senza rating
<b>Ponderazione</b>	20%	50%	100%	100%	150%	100%

Fonte: Comitato di Basilea, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*, Giugno 2004.

**Tab. 5.16 - Crediti verso enti pubblici – Ponderazioni per il rischio – Opzione 2**

Valutazione dell'ente	Da AAA ad AA-	Da A+ ad A-	Da BBB+ a BBB-	Da BB+ a B-	Inferiore a B-	Senza rating
<b>Ponderazione</b>	20%	50%	50%	100%	150%	50%

Fonte: Ns. elaborazione da: Comitato di Basilea, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*, Giugno 2004.

Nel secondo capitolo sono stati già esaminati gli effetti della scelta dell'opzione 1.

Si cerca, di seguito, di esaminare l'impatto dell'ultimo approccio. L'opzione 2 basa la ponderazione del rischio sui rating assegnati agli enti pubblici da istituti esterni di valutazione del merito creditizio, applicando una ponderazione del 50% a quelle prive di rating.

Come si è visto nel precedente paragrafo, le regioni italiane, ad eccezione del Trentino Alto Adige, sono tutte provviste di rating. Prendendo a riferimento il rating più alto assegnato dalle tre agenzie, si rileva che soltanto ai finanziamenti di otto delle regioni italiane (Emilia Romagna, Liguria, Lombardia, Marche, Piemonte, Toscana, Umbria e Veneto) continuerà ad essere applicata una ponderazione del 20%. Ai finanziamenti concessi alle altre regioni sarà applicata una ponderazione del 50% con conseguenti probabili aumenti dei tassi di interesse connessi ai prestiti.

Per quanto riguarda le province, ben il 77% risulta *unrated* e, pertanto, ai prestiti ad esse concesse si applicherà una ponderazione del 50%. Solo per 10 province, con rating superiore ad A+ (Arezzo, Bologna, Bolzano, Genova, Milano, Napoli, Rimini, Torino, Trento e Treviso), la ponderazione continuerà ad essere del 20%.

Infine, la maggior parte dei comuni italiani risulta *unrated* e, pertanto, sono prevedibili aumenti del costo del credito con conseguenti effetti negativi sugli equilibri di bilancio. L'aumento dei tassi di interesse, infatti, causerà un aumento delle spese correnti e, pertanto, influenzerà la capacità degli enti di rispettare i vincoli imposti dal patto di stabilità interno.

#### **5.4 Il project financing**

Come si è descritto nel terzo capitolo, gli enti territoriali che intendono realizzare investimenti mediante project financing, devono rispettare una rigida procedura. Innanzitutto, occorre prevedere nei documenti di programmazione che una determinata opera è realizzabile con capitale privato e, quindi, dare pubblico avviso ex art. 37 bis della legge Merloni affinché i soggetti che hanno i requisiti per realizzare l'opera ne siano informati e possano, qualora lo ritengano opportuno, presentare delle proposte di progetto.

Una volta presentate le proposte (una o più), l'ente pubblico deve indire una gara ex art. 37 quater della legge Merloni per selezionare la migliore offerta.

A questo punto, l'ente dovrà valutare le varie proposte pervenute e aggiudicare l'opera al migliore offerente.

In questo paragrafo, si esaminano i dati relativi sia agli avvisi resi noti dagli enti territoriali come prescritto dall'art. 37 bis, sia le gare indette ex art. 37 quater, sia le procedure concluse, ossia le opere aggiudicate.

La scelta di esaminare non solo le gare, ma anche gli avvisi è dettata dall'obiettivo di indagare se le opere che gli enti pubblici ritengono di poter realizzare mediante project financing incontrano la disponibilità dei soggetti privati ad assumerne la costruzione e la gestione.

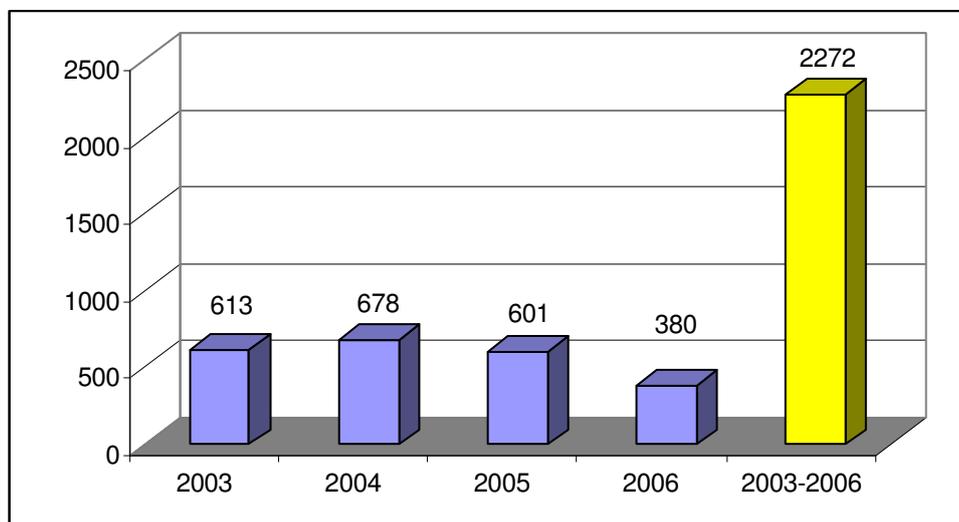
In altre parole, si intende indagare se gli enti pubblici realizzano un'adeguata programmazione degli investimenti e, quindi, destinano alla realizzazione mediante project financing quelle opere che effettivamente hanno le caratteristiche per essere finanziate con capitale privato.

Nel caso in cui gli investimenti destinati dagli enti territoriali ad essere realizzati mediante project financing non stimolino l'iniziativa privata, è probabile che quegli investimenti non abbiano le caratteristiche di redditività adeguate a rimborsare e remunerare il capitale privato. Questa considerazione indurrebbe a ritenere che gli enti territoriali italiani cercano di realizzare gli investimenti con capitale privato per sopperire alla mancanza di risorse pubbliche anche quando l'investimento non ha le caratteristiche richieste dalla finanza di progetto.

Ciò che si intende dire è che il project financing è un interessante strumento di finanziamento a disposizione delle amministrazioni pubbliche, ma non può sostituire il capitale pubblico.

Iniziando dall'esame degli avvisi ex art. 37 bis, si nota che negli ultimi anni, il ricorso degli enti territoriali, soprattutto dei comuni, ad operazioni di project financing è stato particolarmente sostenuto. Da gennaio 2003 a settembre 2006 sono stati pubblicati dagli enti territoriali 2.272 avvisi per la selezione di soggetti privati ai quali affidare la realizzazione e gestione di opere pubbliche (v. Fig. 5.13).

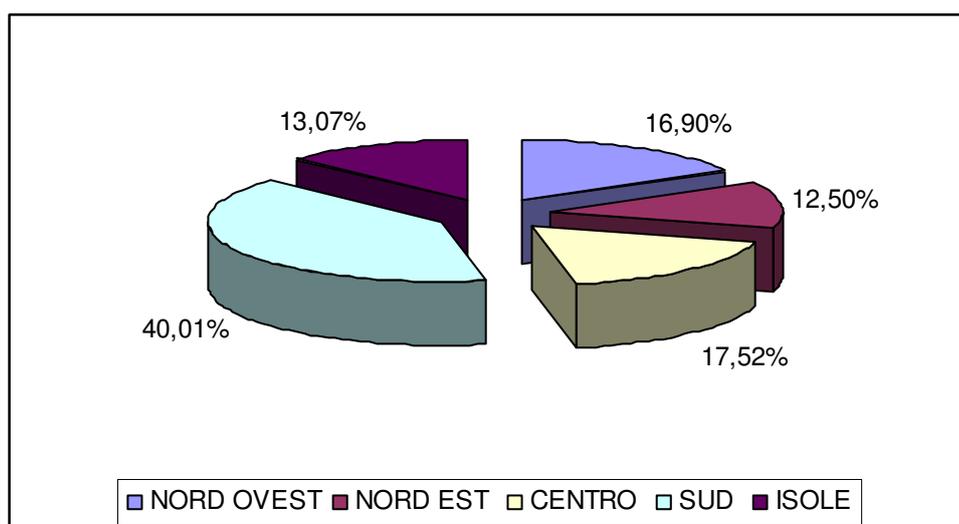
**Fig. 5.13 – Gli avvisi resi noti dagli enti territoriali per le selezione del promotore (ex art. 37 bis) – Anni 2003-2006**



Fonte: Ns. elaborazione su dati Osservatorio Nazionale del Project Financing

La maggiore quota di avvisi è stata pubblicata da enti del Sud e delle Isole ai quali è da imputare oltre il 53% degli avvisi. Seguono gli enti del Centro Italia (17,52%), del Nord Ovest (16,90%) e del Nord Est (12,50%) (v. Fig. 5.14).

**Fig. 5.14 – Gli avvisi resi noti dagli enti per area territoriale per le selezione del promotore (ex art. 37 bis) – Anni 2003-2006**



Fonte: Ns. elaborazione su dati Osservatorio Nazionale del Project Financing

Se si fa riferimento alle singole regioni, il maggior numero di avvisi riguarda gli enti territoriali della Campania (448 avvisi), seguita dalla Puglia (315) e dalla Sicilia (275) (v. Tab. 5.17).

Gli avvisi riguardano prevalentemente i Comuni (2.187 su un totale di 2.272). I comuni più attivi sono quelli del Sud, in particolare quelli collocati in Campania e Puglia.

Per i comuni meridionali però, si rileva accanto ad un maggior numero di avvisi anche un valore medio delle opere da realizzare inferiore rispetto a quello registrato nelle altre aree territoriali. Al riguardo, considerando solo gli avvisi con importo segnalato, l'importo medio è pari a 4,7 milioni di euro per i comuni del Sud contro i 7,2 milioni del Nord-Est, i 9,4 del Centro e i 14,2 delle Isole (v. Tab. 5.18).

Più modesto risulta il ricorso al project financing da parte di Province e Regioni.

Per le Province si registrano 61 avvisi: 29 di pertinenza delle province dei Sud Italia, 24 delle Isole, 3 del Nord-Est, 3 del Nord-Ovest e 2 del Centro. Considerando solo gli avvisi con importo segnalato, l'importo medio è pari a 1,85 milioni di euro per i comuni del Sud contro i 10,35 milioni del Nord-Est, i 6,5 del Centro e i 43,2 delle Isole (v. Tab. 5.19).

Infine, solo 6 Regioni (Veneto, Emilia Romagna, Marche, Abruzzo, Campania e Sardegna) hanno programmato la realizzazione di investimenti mediante project financing (v. Tab. 5.20).

**Tab. 5.17 - Gli avvisi resi noti dagli enti territoriali per le selezioni del promotore (ex art. 37 bis) – Anni 2003-2006**

Aree Territoriali	Numero Avvisi			
		di cui con importo segnalato	Importo totale	Importo Medio
<i>Lombardia</i>	165	133	717.288.232,00	5.393.144,60
<i>Piemonte</i>	81	63	250.318.213,00	3.973.304,97
<i>Valle d'Aosta</i>	0	0	-	
<i>Liguria</i>	138	120	544.859.460,00	4.540.495,50
<b>NORD OVEST</b>	<b>384</b>	<b>316</b>	<b>1.512.465.905,00</b>	<b>4.786.284,51</b>
<i>Trentino</i>	4	3	24.993.000,00	8.331.000,00
<i>Friuli Venezia Giulia</i>	29	9	27.400.000,00	3.044.444,44
<i>Veneto</i>	134	96	301.316.169,00	3.138.710,09
<i>Emilia Romagna</i>	117	109	1.951.840.722,00	17.906.795,61
<b>NORD EST</b>	<b>284</b>	<b>217</b>	<b>2.305.549.891,00</b>	<b>10.624.653,88</b>
<i>Toscana</i>	117	92	521.487.075,00	5.668.337,77
<i>Marche</i>	75	30	335.641.259,00	11.188.041,97
<i>Umbria</i>	19	15	71.062.067,00	4.737.471,13
<i>Lazio</i>	187	142	1.837.781.254,00	12.942.121,51
<b>CENTRO</b>	<b>398</b>	<b>279</b>	<b>2.765.971.655,00</b>	<b>9.913.876,90</b>
<i>Abruzzo</i>	97	77	539.716.901,00	7.009.310,40
<i>Molise</i>	15	5	9.300.000,00	1.860.000,00
<i>Campania</i>	448	306	1.899.056.972,00	6.206.068,54
<i>Puglia</i>	315	289	1.025.096.764,00	3.547.047,63
<i>Basilicata</i>	9	9	24.072.741,00	2.674.749,00
<i>Calabria</i>	25	18	88.247.891,00	4.902.660,61
<b>SUD</b>	<b>909</b>	<b>704</b>	<b>3.585.491.269,00</b>	<b>5.093.027,37</b>
<i>Sicilia</i>	275	248	4.317.269.633,00	17.408.345,29
<i>Sardegna</i>	22	17	280.168.841,00	16.480.520,06
<b>ISOLE</b>	<b>297</b>	<b>265</b>	<b>4.597.438.474,00</b>	<b>17.348.824,43</b>
<b>Totale Italia</b>	<b>2.272</b>	<b>1.781</b>	<b>14.766.917.194,00</b>	<b>8.291.362,83</b>

Fonte: Ns. elaborazione su dati Osservatorio Nazionale del Project Financing

**Tab. 5.18 - Gli avvisi resi noti dai Comuni per la selezione del promotore (ex art. 37 bis) – Anni 2003-2006**

Aree Territoriali	Numero Avvisi			
		di cui con importo segnalato	Importo totale	Importo Medio
<i>Lombardia</i>	162	131	712.962.232,00	5.442.459,79
<i>Piemonte</i>	81	63	250.318.213,00	3.973.304,97
<i>Valle d'Aosta</i>	0	0	0	
<i>Liguria</i>	138	120	544.859.460,00	4.540.495,50
<b>NORD OVEST</b>	<b>381</b>	<b>314</b>	<b>1.508.139.905,00</b>	<b>4.802.993,33</b>
<i>Trentino</i>	4	3	24.993.000,00	8.331.000,00
<i>Friuli</i>	29	9	27.400.000,00	3.044.444,44
<i>Veneto</i>	121	85	487.692.893,00	5.737.563,45
<i>Emilia</i>	115	107	923.646.502,00	8.632.210,30
<b>NORD EST</b>	<b>269</b>	<b>204</b>	<b>1.463.732.395,00</b>	<b>7.175.158,80</b>
<i>Toscana</i>	117	92	521.487.075,00	5.668.337,77
<i>Marche</i>	74	69	551.623.865,00	7.994.548,77
<i>Umbria</i>	19	15	71.062.067,00	4.737.471,13
<i>Lazio</i>	185	140	1.824.781.254,00	13.034.151,81
<b>CENTRO</b>	<b>395</b>	<b>316</b>	<b>2.968.954.261,00</b>	<b>9.395.424,88</b>
<i>Abruzzo</i>	95	75	464.297.216,00	6.190.629,55
<i>Molise</i>	10	4	9.100.000,00	2.275.000,00
<i>Campania</i>	419	298	1.672.056.972,00	5.610.929,44
<i>Puglia</i>	312	286	1.017.896.764,00	3.559.079,59
<i>Basilicata</i>	9	9	24.072.741,00	2.674.749,00
<i>Calabria</i>	25	18	88.247.891,00	4.902.660,61
<b>SUD</b>	<b>870</b>	<b>690</b>	<b>3.275.671.584,00</b>	<b>4.747.350,12</b>
<i>Sicilia</i>	252	225	3.325.303.540,00	14.779.126,84
<i>Sardegna</i>	20	15	75.168.841,00	5.011.256,07
<b>ISOLE</b>	<b>272</b>	<b>240</b>	<b>3.400.472.381,00</b>	<b>14.168.634,92</b>
<b>Totale Italia</b>	<b>2187</b>	<b>1764</b>	<b>12.616.970.526,00</b>	<b>7.152.477,62</b>

Fonte: Ns. elaborazione su dati Osservatorio Nazionale del Project Financing

**Tab. 5.19 - Gli avvisi resi noti dalle Province per la selezione del promotore (ex art. 37 bis) – Anni 2003-2006**

Aree Territoriali	Numero Avvisi			Importo Medio
		di cui con importo segnalato	Importo totale	
<i>Lombardia</i>	3	2	4.326.000,00	2.163000,00
<i>Piemonte</i>				
<i>Valle d'Aosta</i>				
<i>Liguria</i>				
<b>NORD OVEST</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>4.326.000,00</b>	<b>2.163000,00</b>
<i>Trentino</i>				
<i>Friuli</i>				
<i>Veneto</i>	2	2	1.050.000,00	525.000,00
<i>Emilia</i>	1	1	30.000.000,00	30.000.000,00
<b>NORD EST</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>31.050.000,00</b>	<b>10.350.000,00</b>
<i>Toscana</i>				
<i>Marche</i>				
<i>Umbria</i>				
<i>Lazio</i>	2	2	13.000.000,00	6.500.000,00
<b>CENTRO</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>13.000.000,00</b>	<b>6.500.000,00</b>
<i>Abruzzo</i>				
<i>Molise</i>	5	1	200.000,00	200.000,00
<i>Campania</i>	21	0	0	0
<i>Puglia</i>	3	3	7.200.000,00	2.400.000,00
<i>Basilicata</i>				
<i>Calabria</i>				
<b>SUD</b>	<b>29</b>	<b>4</b>	<b>7.400.000,00</b>	<b>1.850.000,00</b>
<i>Sicilia</i>	23	23	991.966.093,00	43.128.960,57
<i>Sardegna</i>	1	1	45.000.000,00	45.000.000,00
<b>ISOLE</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>1.036.966.093,00</b>	<b>43.206.920,54</b>
<b>Totale Italia</b>	<b>61</b>	<b>35</b>	<b>1.092.742.093,00</b>	<b>31.221.202,66</b>

Fonte: Ns. elaborazione su dati Osservatorio Nazionale del Project Financing

**Tab. 5.20 - Gli avvisi resi noti dalle Regioni per la selezione del promotore (ex art. 37 bis) – Anni 2003-2006**

Aree Territoriali	Numero Avvisi		
	di cui con importo segnalato	Importo totale	Importo Medio
<i>Lombardia</i>			
<i>Piemonte</i>			
<i>Valle d'Aosta</i>			
<i>Liguria</i>			
<b><i>NORD OVEST</i></b>			
<i>Trentino</i>			
<i>Friuli</i>			
<i>Veneto</i>	11	9	301.316.169,00
<i>Emilia</i>	1	1	1.100.000.000,00
<b><i>NORD EST</i></b>	<b>12</b>	<b>10</b>	<b>1.401.316.169,00</b>
<i>Toscana</i>			
<i>Marche</i>	1	1	144.600.000,00
<i>Umbria</i>			
<i>Lazio</i>			
<b><i>CENTRO</i></b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>144.600.000,00</b>
<i>Abruzzo</i>	2	2	75.419.685,00
<i>Molise</i>			
<i>Campania</i>	8	8	227.000.000,00
<i>Puglia</i>			
<i>Basilicata</i>			
<i>Calabria</i>			
<b><i>SUD</i></b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>302.419.685,00</b>
<i>Sicilia</i>			
<i>Sardegna</i>	1	1	160.000.000,00
<b><i>ISOLE</i></b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>160.000.000,00</b>
<b>Totale Italia</b>	<b>24</b>	<b>22</b>	<b>2.008.335.854,00</b>

Fonte: Ns. elaborazione su dati Osservatorio Nazionale del Project Financing

Se si analizzano i dati relativi alle gare bandite dagli enti, si nota come esse siano solo il 19% degli avvisi (430 gare rispetto a 2.272 avvisi). L'importo medio degli investimenti che hanno interessato i soggetti privati è molto più elevato dell'importo medio degli

investimenti che gli amministratori locali intendevano realizzare con capitale privato: quasi 14 milioni di euro contro 8 milioni di euro (v. Tab. 5.21).

**Tab. 5.21 – Le gare bandite dagli enti territoriali ex art. 37 quater – Anni 2003-2006**

<b>Aree Territoriali</b>	<b>Numero gare</b>	<b>Importo totale</b>	<b>Importo Medio</b>
<i>Lombardia</i>	64	1.361.115.269,00	21.267.426,08
<i>Piemonte</i>	17	83.209.827,00	4.894.695,71
<i>Valle d'Aosta</i>			
<i>Liguria</i>	14	82.224.784,00	5.873.198,86
<b>NORD OVEST</b>	<b>95</b>	<b>1.526.549.880,00</b>	<b>16.068.946,11</b>
<i>Trentino</i>	1	29.410.885,00	29.410.885,00
<i>Friuli</i>	8	108.341.776,00	13.542.722,00
<i>Veneto</i>	30	301.316.169,00	10.043.872,30
<i>Emilia</i>	30	1.233.652.117,00	41.121.737,23
<b>NORD EST</b>	<b>69</b>	<b>1.672.720.947,00</b>	<b>24.242.332,57</b>
<i>Toscana</i>	22	634.336.438,00	28.833.474,45
<i>Marche</i>	11	172.775.907,00	15.706.900,64
<i>Umbria</i>	6	22.386.896,00	3.731.149,33
<i>Lazio</i>	32	371.707.289,00	11.615.852,78
<b>CENTRO</b>	<b>71</b>	<b>1.201.206.530,00</b>	<b>16.918.401,83</b>
<i>Abruzzo</i>	14	79.009.923,00	5.643.565,93
<i>Molise</i>	4	19.935.167,00	4.983.791,75
<i>Campania</i>	71	823.537.590,00	11.599.120,99
<i>Puglia</i>	46	205.903.333,00	4.476.159,41
<i>Basilicata</i>	1	308.400,00	308.400,00
<i>Calabria</i>	5	12.714.350,00	2.542.870,00
<b>SUD</b>	<b>141</b>	<b>1.141.408.763,00</b>	<b>8.095.097,61</b>
<i>Sicilia</i>	44	353.741.143,00	8.039.571,43
<i>Sardegna</i>	10	79.140.472,00	
<b>ISOLE</b>	<b>54</b>	<b>432.881.615,00</b>	<b>8.016.326,20</b>
<b>Totale Italia</b>	<b>430</b>	<b>5.974.767.735,00</b>	<b>13.894.808,69</b>

Fonte: Ns. elaborazione su dati Osservatorio Nazionale del Project Financing

Infine, se si considerano le procedure portate a termine, si nota che esse sono pari a solo il 12% degli avvisi (280 gare rispetto a 2.272 avvisi). L'importo medio degli investimenti aggiudicati da soggetti privati è molto più elevato dell'importo medio degli investimenti che gli amministratori locali intendevano realizzare con capitale privato: 17,5 milioni di euro contro 8 milioni di euro (v. Tab. 5.22).

**Tab. 5.22 – Le opere aggiudicate dagli enti territoriali – Anni 2003-2006**

<b>Aree Territoriali</b>	<b>Numero aggiudicazioni</b>	<b>Importo totale</b>	<b>Importo Medio</b>
<i>Lombardia</i>	54	880.821.462,00	16.311.508,56
<i>Piemonte</i>	7	9.455.362,00	1.350.766,00
<i>Valle d'Aosta</i>	1	11.311.955,00	11.311.955,00
<i>Liguria</i>	4	36.031.986,00	9.007.996,50
<b>NORD OVEST</b>	<b>66</b>	<b>937.620.765,00</b>	<b>4.206.375,23</b>
<i>Trentino</i>			
<i>Friuli</i>	3	32.824.355,00	10.941.451,67
<i>Veneto</i>	21	301.316.169,00	14.348.389,00
<i>Emilia</i>	17	1.167.610.397,00	68.682.964,53
<b>NORD EST</b>	<b>41</b>	<b>1.501.750.921,00</b>	<b>36.628.071,24</b>
<i>Toscana</i>	21	640.358.180,00	30.493.246,67
<i>Marche</i>	10	178.479.585,00	17.847.958,50
<i>Umbria</i>	3	12.688.429,00	4.229.476,33
<i>Lazio</i>	35	142.735.640,00	4.078.161,14
<b>CENTRO</b>	<b>69</b>	<b>974.261.834,00</b>	<b>14.119.736,72</b>
<i>Abruzzo</i>	8	105.612.755,00	13.201.594,38
<i>Molise</i>	3	4.196.314,00	1.398.771,33
<i>Campania</i>	42	1.176.057.004,00	28.001.357,24
<i>Puglia</i>	26	140.823.860,00	5.416.302,31
<i>Basilicata</i>	2	2.108.400,00	1.054.200,00
<i>Calabria</i>	4	5.285.250,00	1.321.312,50
<b>SUD</b>	<b>85</b>	<b>1.434.083.583,00</b>	<b>6.871.571,56</b>
<i>Sicilia</i>	15	58.096.217,00	3.873.081,13
<i>Sardegna</i>	4	4.484.664,00	
<b>ISOLE</b>	<b>19</b>	<b>62.580.881,00</b>	<b>3.293.730,58</b>
<b>Totale Italia</b>	<b>280</b>	<b>4.910.297.984,00</b>	<b>17.536.778,51</b>

Fonte: Ns. elaborazione su dati Osservatorio Nazionale del Project Financing

In sintesi, analizzando i dati si rileva una sproporzione tra il numero degli avvisi per la selezione del promotore, il numero delle gare per la negoziazione delle proposte e il numero delle aggiudicazioni.

Il fatto che il numero degli avvisi per la selezione del promotore sia molto superiore rispetto al numero delle gare e delle aggiudicazioni induce a ritenere che gli enti territoriali italiani non effettuino un'adeguata attività di programmazione ed una corretta valutazione degli investimenti finalizzata a stabilirne l'effettiva fattibilità mediante ricorso a capitale privato.

## **Il ricorso agli strumenti derivati**

Il processo di risanamento finanziario ha coinvolto le autonomie territoriali con un crescente contributo loro richiesto nel perseguimento degli obiettivi di convergenza e stabilità fissati a livello europeo. A fronte di una espansione dei compiti loro attribuiti, comuni, province e regioni hanno visto ridursi le proprie disponibilità finanziarie in termini reali, mentre le regole del Patto di stabilità interno hanno progressivamente imposto un consistente miglioramento nell'evoluzione dei saldi dei loro bilanci.

La conseguente crisi di liquidità, avvertita soprattutto dagli enti di piccola e media dimensione, è all'origine di un più sostenuto ricorso al debito e alla sua gestione attiva, quest'ultima favorita dalle recenti aperture normative introdotte in materia.

L'utilizzazione di derivati è consentita solo in relazione alla gestione di effettive passività e perciò con finalità di copertura dei rischi e non speculative. L'ammontare negoziale del contratto dovrebbe perciò corrispondere sempre al valore della passività sottostante.

Le prime operazioni sui derivati si riscontrano già nel 2000. Si tratta, per gli enti locali, di cinque operazioni riferibili a cinque Comuni (Alessandria, Settimo Torinese, Castel Goffredo, Alassio, La Spezia) per un totale pari a 93,9 milioni di euro mentre, per le Regioni, sono Liguria, Lazio, Toscana, Abruzzo e Friuli Venezia Giulia a fare da battistrada (1.594 milioni di euro).

Il fenomeno si diffonde negli anni successivi.

Dall'analisi realizzata dalla Corte dei Conti su un campione di 149 enti locali (138 Comuni e 11 Province) con popolazione compresa tra gli 8mila e i 100mila abitanti, nell'ambito dell'indagine conoscitiva della Commissione Programmazione Economica, Bilancio del Senato sulle tecniche di controllo dei flussi di finanza pubblica relativamente al debito degli enti locali, sono emersi dati puntuali su debito e derivati in un arco temporale compreso tra il 2000 e la fine del 2003. La consistenza complessiva del debito degli enti campione è passata da 3.316 milioni a 4.235 milioni di euro, equivalente a un aumento del 27%. Analizzando la composizione del debito, a prevalere sono mutui e obbligazioni a tasso fisso (70,5%).<sup>7</sup>

A fine 2003, per gli enti locali di più modeste dimensioni, l'ammontare di capitale swappato è pari a oltre 1.600 milioni di euro, percentualmente pari al 38,4% del debito complessivo (v. Tab. 5.23) superiore, seppure non di molto, al dato regionale il cui consistente ammontare pari a 6.089 milioni, tuttavia rappresenta percentualmente il 34,9% del debito. Del 36,7% è il dato medio riferibile ai cinque Comuni di grande dimensione.<sup>8</sup>

Il dato aggregato degli enti locali espone maggiore operatività da parte di Comuni e Province del Sud e delle Isole, mentre restano rilevanti alcune operazioni di singoli comuni del Nord e del Centro.

Per quanto riguarda le strutture, gli enti di più piccole dimensioni ricorrono a:

- ⇒ swap con soglie minime o massime al cui raggiungimento il tasso torna variabile con l'aggiunta di uno spread;
- ⇒ barriere (vendita di opzioni cap con tetti che variano dal 5,8% fino al 3,9% per anni compresi tra il 2005 e il 2008) a favore delle banche (qualora l'Euribor dovesse sfondare la soglia l'ente locale pagherà il tasso interbancario più uno spread).

In sintesi, il profilo di rischio è segnato da spread spesso elevati: quasi mai sotto il 2,2% con picchi fino al 4,85 per cento. Anche con i "collar" (acquisto di tetto al rialzo e vendita di tetto al ribasso) non sempre le soglie offrono sicura protezione all'ente.<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> Cfr. "Comuni a rischio sui cattivi derivati", *Il Sole 24 Ore*, 21 dicembre 2004.

<sup>8</sup> Cfr. *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione degli strumenti finanziari derivati della VI Commissione finanze della Camera dei deputati*, presentata nel marzo 2005.

<sup>9</sup> "Comuni a rischio sui cattivi derivati", *Il Sole 24 Ore*, 21 dicembre 2004.

**Tab. 5.23 - I derivati dei 149 enti locali analizzati dalla Corte dei Conti (Anno 2003)**

Aree territoriali	Debito complessivo	Swap	Swap/Debito
Piemonte	331.715.222,50	152.632.379,45	46,01%
Lombardia	458.371.923,21	97.278.045,99	21,22%
Veneto	286.171.192,51	49.012.653,48	17,13%
Friuli Venezia Giulia	357.499.369,52	148.342.418,02	41,49%
Liguria	173.803.197,25	81.450.799,54	46,86%
Emilia Romagna	349.023.525,95	66.348.069,61	19,01%
<b>Nord</b>	<b>1.956.584.430,94</b>	<b>595.064.366,09</b>	<b>30,41%</b>
Toscana	742.289.308,12	229.292.745,33	30,89%
Umbria	33.623.267,04	33.791.163,27	100,50%
Marche	176.470.759,53	39.274.213,89	22,26%
Lazio	177.307.230,68	176.836.220,70	99,73%
<b>Centro</b>	<b>1.129.690.565,37</b>	<b>479.194.343,19</b>	<b>42,42%</b>
Abruzzo	280.636.879,38	134.163.691,18	47,81%
Molise	40.044.999,73	12.290.025,80	30,69%
Campania	136.754.837,98	33.902.521,29	24,79%
Puglia	253.410.884,65	174.558.260,08	68,88%
Basilicata	42.219.276,64	21.511.065,98	50,95%
Calabria	154.272.361,40	128.317.634,48	83,18%
Sicilia	62.420.854,27	32.123.408,79	51,46%
Sardegna	178.564.898,46	15.489.062,03	8,67%
<b>Sud e Isole</b>	<b>1.148.324.992,51</b>	<b>552.355.669,63</b>	<b>48,10%</b>
<b>Totale Italia</b>	<b>4.234.599.988,82</b>	<b>1.626.614.378,91</b>	<b>38,41%</b>

Fonte: "Comuni a rischio sui cattivi derivati", *Il Sole 24 Ore*, 21 dicembre 2004.

Quanto alle Regioni, maggiore operatività è riscontrabile al Sud, con l'eccezione della Basilicata, e al Centro, con l'eccezione delle Marche, mentre al Nord, sino al 2003, si registrano solo i casi di Lombardia, Liguria e Friuli Venezia Giulia.

Le Regioni a statuto ordinario, a fine 2003, registrano un ammontare in derivati pari al 34,9% del debito complessivo. Fra questi, la quota di maggior consistenza è relativa ad emissioni in valuta con conseguente necessario ricorso a *swap* a copertura del tasso di cambio. Significative, a riguardo, le operazioni di Lombardia e Lazio che, realizzate secondo la tipologia *bullet*, hanno poi privilegiato l'adozione di uno *swap amortising*.

Frequente, anche in altre Regioni, il ricorso a *swap* in concomitanza ad emissioni obbligazionarie con rimborso alla scadenza e contestuale copertura del rischio di tasso.

Sono cinque le Regioni a statuto ordinario che, a tutto il 2003, non avevano ancora fatto ricorso a derivati (Piemonte, Veneto, Emilia Romagna, Marche, Basilicata).

Un cambiamento si riscontra a partire dal 2004, con consistente aumento di derivati, complessivamente pari, nell'anno, a 2.585 milioni di euro.

Nel 2004, l'Emilia Romagna per la prima volta sovrappone uno *swap* ad un mutuo di Cassa depositi e prestiti a copertura dell'evoluzione dell'originario tasso variabile, tramite *collar* e barriera superiore fissata al 5,25%.

Sempre nel 2004, anche Toscana, Lazio, Campania, Puglia e Calabria sono operative con derivati preordinati a diverse finalità: copertura di tassi variabili (Toscana e Campania), rinegoziazione di derivati su mutui per disavanzi delle aziende di trasporto pubblico locale (Lazio), ammortamento di emissioni *bullet* a copertura diavanzi sanitari (Puglia), totale ristrutturazione del debito anche per la quota a tasso fisso (Calabria).

Complessivamente nel 2004 si registra, rispetto all'anno precedente, una crescita di capitale *swappato* del 57,5%.

Seppure non manchino operazioni che prevedono tassi indicizzati Euribor al superamento delle soglie *cap* o allungamento della scadenza del debito e trasferimento di oneri ad esercizi futuri, la Corte dei Conti rileva che le Regioni si sono mostrate in generale più caute nella definizione dei contratti derivati.

## Conclusioni

Dagli anni Novanta, è radicalmente mutato il rapporto fra amministrazioni centrali e periferiche. Alle Regioni e agli Enti locali sono state attribuite nuove competenze e responsabilità.

Sul fronte delle risorse, l'innovazione più significativa ha riguardato il passaggio da un sistema di finanza derivata a un sistema di finanza decentrata, in cui Regioni e Enti locali sono stati dotati di crescente autonomia finanziaria e responsabilità di entrata. Il ruolo dei trasferimenti nel finanziamento delle autonomie locali risulta in progressiva contrazione; la finanza degli Enti territoriali risulta, infatti, sempre più legata alle entrate tributarie ed extratributarie e sempre meno ai trasferimenti erariali. Tuttavia, il crescente peso delle entrate proprie di Regioni, Province e Comuni si è concretizzato solo in parte in una accresciuta autonomia "reale" e gli spazi di manovrabilità e discrezionalità nelle scelte impositive sono ancora modesti.<sup>1</sup>

I trasferimenti decrescenti dallo Stato, la scarsa autonomia impositiva e le novità introdotte in tema di fonti di finanziamento negli anni Novanta, hanno indotto gli enti territoriali a porre sempre maggiore attenzione all'innovazione finanziaria.

Tuttavia, se si analizza l'utilizzo dei vari strumenti di finanziamento messi a disposizione del legislatore da parte degli enti territoriali non si possono non riscontrare alcune anomalie.

---

<sup>1</sup> Buona parte delle risorse proprie delle amministrazioni regionali continua, infatti, a essere gestito e successivamente erogato alle Regioni dall'amministrazione centrale. Il reale potere fiscale degli Enti risulta contenuto: le stime effettuate da Banca Intesa indicano che gli Enti territoriali italiani nel periodo 2002-2003 avrebbero potuto intervenire, modificando il gettito, su meno di un quarto delle entrate tributarie complessive, mentre sulle restanti entrate tributarie gli spazi di discrezionalità risultavano sostanzialmente nulli. Cfr. Banca Intesa (2004), "Le risorse per il federalismo: autonomia finanziaria e mercato dei capitali", *Finanza Locale Monitor*, novembre.

Ad esempio, nonostante il massiccio ricorso degli enti territoriali al prestito obbligazionario, anche finalizzato alla sostituzione di mutui in essere, le amministrazioni locali non hanno ridotto la loro dipendenza dagli istituti di credito. Infatti, nella quasi totalità dei casi, le obbligazioni emesse dagli enti territoriali italiani sono sottoscritte da banche, nazionali o straniere.

Solo in rari casi, le obbligazioni vengono quotate e collocate presso il pubblico dei piccoli risparmiatori.

Se si esaminano i principali mercati borsistici europei (Milano, Londra e Francoforte), si nota che solo 7 emissioni sono quotate su tali mercati.

Di fatto, le obbligazioni degli enti territoriali si sono evolute dal 1996 ad oggi per motivazioni diverse da quelle che hanno ispirato la legge istitutiva di tale strumento. Nelle intenzioni del legislatore del 1994, consentire agli enti territoriali di emettere obbligazioni significava collegare il risparmio dei cittadini italiani direttamente alla costruzione di opere pubbliche fruite dagli stessi cittadini.

Ad oggi, il collocamento di Boc, Bop e Bor ai cittadini sembra difficile da realizzare. Molto spesso si tratta di titoli che rendono meno dei Btp pur essendo caratterizzati da profili di rischio più elevati.

Riguardo al profilo di rischio degli enti territoriali italiani, la mancata attuazione di una concreta autonomia fiscale mantiene strettamente connesse la qualità del credito dei governi locali a quella del governo centrale.

Il declassamento degli enti territoriali seguito a quello della Repubblica Italiana segnala la scarsa fiducia internazionale nel federalismo italiano. Le agenzie di rating hanno ritenuto opportuno rivedere anche il giudizio sul Comune di Milano, considerato da Standard&Poor's uno dei primi dieci centri economici di tutto il mondo, accanto a Parigi, Londra, Los Angeles, Madrid, Toronto, Chicago, New York.

Al capoluogo lombardo sono riconosciuti diversi punti di forza: un Pil pro capite alto e superiore a quello del Paese, un basso tasso di disoccupazione, un elevato reddito pro capite. Ma tra i punti di debolezza sono segnalati il peso del debito ed i vincoli imposti dall'amministrazione pubblica centrale.

Rispetto la project financing, la sproporzione tra il numero degli avvisi per la selezione del promotore, il numero delle gare per la negoziazione delle proposte e il numero delle aggiudicazioni induce a ritenere che gli enti territoriali italiani non effettuino un'adeguata attività di programmazione ed una corretta valutazione degli

investimenti finalizzata a stabilirne l'effettiva fattibilità mediante ricorso a capitale privato.

In altre parole, emerge che in alcuni casi il project financing è considerato una fonte di finanziamento residuale. In altre parole, in alcuni casi gli enti territoriali italiani cercano di realizzare gli investimenti con capitale privato per sopperire alla mancanza di risorse pubbliche anche quando l'investimento non ha le caratteristiche richieste dalla finanza di progetto.

Infine, il processo di risanamento finanziario ha coinvolto le autonomie territoriali con un crescente contributo loro richiesto nel perseguimento degli obiettivi di convergenza e stabilità fissati a livello europeo. A fronte di una espansione dei compiti loro attribuiti, comuni, province e regioni hanno visto ridursi le proprie disponibilità finanziarie in termini reali, mentre le regole del Patto di stabilità interno hanno progressivamente imposto un consistente miglioramento nell'evoluzione dei saldi dei loro bilanci.

La conseguente crisi di liquidità, avvertita soprattutto dagli enti di piccola e media dimensione, è all'origine di un più sostenuto ricorso al debito e alla sua gestione attiva, quest'ultima favorita dalle recenti aperture normative introdotte in materia.

L'utilizzazione di derivati è consentita solo in relazione alla gestione di effettive passività e perciò con finalità di copertura dei rischi e non speculative.

In realtà, i contratti derivati stipulati dagli enti di piccole e medie dimensioni non sempre offrono sicura protezione all'ente. Più caute nella gestione del debito appaiono, invece, le Regioni.

## Bibliografia

- AA.VV. (1968), *La finanza degli enti locali nella dottrina contemporanea (1947-1967)*, Giuffrè Editore, Milano.
- Anselmi L. (2001), *L'azienda Comune*, Maggioli Editore, Rimini.
- Aracri A. (1996), *Federalismo fiscale ed omogeneità di trattamento*, Giappichelli Editore, Torino
- Azzoni O. (1982), *Il bilancio pluriennale dei Comuni e delle Province. Il ricorso ai finanziamenti con mutui*, Edizioni delle autonomie, Roma.
- Banca d'Italia, Relazione Annuale, anni vari
- Banca d'Italia, Bollettino Economico, anni vari
- Banca Intesa (2004), "Le risorse per il federalismo: autonomia finanziaria e mercato dei capitali", *Finanza Locale Monitor*, novembre.
- Barberis G. (2001), "La gestione della liquidità", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini.
- Barlassina A., Griffini G., Maccapani R., Mele G., Potenza G.M., Pulli I.R., Racca E. (1999), *Ordinamento finanziario e contabile degli enti locali*, Giuffrè Editore, Milano
- Bellesia M. (2002), *Analisi di bilancio. Dai dati contabili alle valutazioni di efficacia e di efficienza*, Ipsoa.
- Belli F., Mazzini F., (1996), "La normativa sui prestiti obbligazionari degli enti locali", *Studi e Note di Economia*, n.3.
- Belloni G. (2003), "Il rating delle obbligazioni degli enti locali e delle società pubbliche locali", *Azienditalia Finanza e Tributi*, n. 18
- Bernardi L., Gandullia L. (2005), "Federalismo fiscale in Europa e in Italia", in Associazione Reforme, *Federalismo 2004 - Aspetti quantitativi e confronto con le esperienze europee*.

- Bertinotti N. (2001), “La contrazione di mutui con gli istituti di credito ordinari”, in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini.
- Bettacini R., Monelli M. (2000), “Interest rate swap: l’esperienza del Comune di La Spezia”, *Azienditalia Finanza e Tributi*, n. 8.
- Bonelli M., Strocchia F. (2006), “I buoni ordinari quale strumento di finanziamento degli enti locali dopo la finanziaria 2006”, *Azienditalia Finanza e Tributi*, n. 6.
- Borgonovi E. (2002), *Principi e sistemi aziendali per le amministrazioni pubbliche*, Egea, Milano.
- Buratti A., *Introduzione alla Costituzione Italiana*, Presidenza del Consiglio dei Ministri – Dipartimento della Funzione Pubblica.
- Capomassi L. (1996), “Il mercato dei prestiti obbligazionari degli enti locali: quali prospettive?”, *Studi e Note di Economia*, n.3.
- Comitato di Basilea (1988), *International Convergence of Capital*
- Comitato di Basilea (1999), *A New Capital Adequacy Framework*
- Comitato di Basilea (2001), *The New Basel Capital Accord*
- Comitato di Basilea (2004), *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione*
- Commissioni affari costituzionali - Senato della Repubblica - Camera dei Deputati, *Indagine conoscitiva sullo stato di attuazione del vigente titolo V della parte seconda della Costituzione*, Roma, ottobre 2006.
- De Bonis R. (2006), “Ricchezza finanziaria e indebitamento dell’economia italiana dal 1950 al 2004”, in Banca d’Italia, *I conti finanziari: la storia, i metodi, l’Italia, i confronti internazionali*, Atti del Convegno, Perugia 1-2 dicembre 2005.
- De Felice M. (1994), “La logica dell’asset liability management: fondamenti, schemi caratteristici, esempi di applicazione”, *Economia e diritto del terziario*, n. 3.
- Degni M., Emiliani N., Gastaldi F., Salvemini G., Virno C. (2001), “Il riequilibrio della finanza pubblica negli anni Novanta”, *Studi e Note di Economia – Quaderno n. 7*.
- De Grazie D. (2002), “L’autonomia finanziaria degli enti territoriali nel nuovo Titolo V della Costituzione”, *Le Istituzioni del Federalismo*, n. 2.

- De Laurentis G. (2001), *Rating interni e credit risk management*, Bancaria Editrice, Roma
- De Laurentis G. e Di Giuli (2004), “I sistemi di assegnazione dei rating delle principali banche italiane: un’analisi comparata”, Atti del Convegno *Rating Interni e Controllo del Rischio di Credito. Esperienze, Problemi, Soluzioni*, Milano, 31 marzo
- de Simone D. (2005), “La gestione del debito degli enti territoriali e la rinegoziazione dei mutui con oneri a carico dello Stato”, relazione presentata nell’ambito del Convegno “Enti territoriali e Mercato dei capitali” tenutosi nel corso del Forum PA 2005, Roma, 10 maggio.
- Dexia-Crediop, *La finanza locale in Europa*, Roma, novembre 2000.
- Dexia Crediop, “Il rating degli Enti Territoriali Italiani: caratteristiche ed evoluzione”, *Public Finance*, n.2 Ottobre 2002.
- Dexia Crediop, “Le cartolarizzazioni del settore pubblico italiano”, *Public Finance*, n.2 Aprile 2004.
- Espa E., Felici M. (2003), “La riforma del Titolo V della Costituzione: la ripartizione delle competenze”, in Isae, *Rapporto Annuale 2003 sull’attuazione del federalismo*, febbraio.
- Falcone G. (2003), “La trasformazione della Cassa depositi e prestiti in SpA”, *Azienditalia Finanza e Tributi*, n.21.
- Farneti G. (2006), *Gestione e contabilità dell’ente locale*, Maggioli Editore
- Farneti G., Mazzara L., Savioli G. (1996), *Il sistema degli indicatori negli Enti Locali*, Giappichelli, Torino;
- Ferrantelli M. (1995), “L’introduzione di un sistema di asset & liability management della banca”, *Banche e Banchieri*, n. 5
- Fici L. (2004), “Lo sviluppo degli investimenti pubblici locali in condizioni di equilibrio economico-finanziario”, in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.
- Fontana F. e Rossi M. (2006), “Finanza innovativa tra occasioni e cautele”, Guida agli Enti Locali, n.19.
- Garifo K. (2004), “Le tecniche”, in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.

- Giarda P., *Il federalismo "Italian style": il ripetuto pasticcio delle riforme costituzionali*, Intervento tenuto nell'ambito del convegno su "La Finanza locale nel Mezzogiorno ed il ruolo del sistema bancario", Napoli, 5 novembre 2004.
- Gori E. (2004), "I soggetti", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.
- Istituto della Enciclopedia Italiana, Enciclopedia Italiana.
- Marchi L., Paoloni M. (1998), *Il processo di trasformazione contabile e finanziaria dei comuni e delle province*, Maggioli Editore, Rimini.
- Marconi M. e Finetti A. (2001), "Strumenti finanziari derivati (interest rate swap, opzioni) e politiche di gestione attiva dell'indebitamento (liability management)", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini.
- Marini G. (2002), *Il percorso innovativo delle finanza in direzione del federalismo fiscale*, Saggio Formez.
- Megali C. (2004), "Il controllo nelle operazioni di project financing", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.
- Meneguzzo M. (2003), *Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche*, Rubbettino, Soveria Mannelli.
- Meola A. e Antonelli R. (2005), *Strategia finanziaria e finanza innovativa nell'Ente Locale*, Maggioli Editore.
- Merusi F. (1998), "La finanza di progetto: alcune riflessioni", *Studi e Note di Economia*, n.1.
- Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato - Ispettorato Generale per la Finanza delle Pubbliche Amministrazioni, *Indagine sui mutui contratti dagli enti territoriali per il finanziamento degli investimenti. Anno 2004*, pubblicato nel Febbraio 2006.
- Mulazzani M. (2001), *Economia delle Aziende e delle Amministrazioni Pubbliche. Le Regioni e gli enti locali. Lineamenti economico-aziendali*, Cedam, Padova.
- Mulazzani M. (2004), "Caratteri generali del project financing", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.

- Mulazzani M. (2004), "Il project financing quale forma innovativa di finanziamento per lo sviluppo delle opere pubbliche", *Rivista Italiana di ragioneria e di Economia Aziendale*, marzo-aprile.
- Mussari R. (1996), *L'azienda del comune tra autonomia e responsabilità*, Cedam, Padova.
- Nevitt P.K. (1988), *Project financing*, Cariplo-Laterza, Milano.
- Nigro M. (2001), "L'evoluzione della Cassa depositi e prestiti: modalità e nuovi strumenti finanziari", in Pignatti O. (a cura di), *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli Editore, Rimini.
- Nigro M. (2004), "Il ricorso degli Enti locali al leasing finanziario. L'impatto sul bilancio", *Liuc Paper*, n.154
- Osservatorio Nazionale del Project Financing, *Il project financing in Italia*, Rapporti annuali, trimestrali e mensili, anni vari
- Padoa Schioppa Kostaris F., Modigliani F. (1998), *Sostenibilità e solvibilità del debito pubblico*, Il Mulino, Bologna.
- Palatucci L. (2003), "I vincoli all'autonomia di bilancio degli enti territoriali nel nuovo art. 119 Cost.: alcune osservazioni sulla base dell'esperienza comparata", *Le istituzioni del federalismo* (Bimestrale di studi giuridici e politici della Regione Emilia Romagna), n. ¾.
- Pesole D. (2006), "Deficit sanitari, più tasse in mezza Italia", *Il Sole 24 Ore*, 2 giugno.
- Persiani N. (2004), "Il project financing quale modello di finanziamento negli enti locali", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.
- Pozzoli M. (2004), "I sistemi contrattuali", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.
- Romagnoli G.C. (1992), *Nuove politiche di finanziamento degli enti locali in Italia*, Franco Angeli, Milano.
- Romeo G. (2006), "Il ricorso agli strumenti finanziari derivati per la ristrutturazione del debito negli enti pubblici locali", *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, marzo-aprile.

- Rossi F. (2004), "I rischi", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.
- Sciardra L. (2005), "Gli appalti pubblici dell'Unione Europea, regole e realizzazione", *Studi e Note di Economia*, n. 2.
- Simonazzi R. e Strocchia F. (2004), "Il project financing negli aspetti economico finanziari", *Azienditalia Finanza e Tributi*, n. 19.
- Tassa E. (2002), "Il Patto di stabilità interno: evoluzione in Italia ed esperienze analoghe in alcuni Paesi europei", *Studi e Note di Economia*, n. 3.
- Tredici V. (2004), "Le fasi", in Mulazzani M. (a cura di), *Il project financing negli enti locali*, Franco Angeli, Milano.
- Trovati G. (2006), "Il Patto abbandona i tetti", *Il Sole 24 Ore*, 24 luglio.
- Trudu M. (2005), *Gli strumenti di finanza innovativa per gli enti locali*, Ipsoa.
- Truini A. (1984), *Storia, problemi e prospettive del governo locale*, Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura, Latina.
- Vecchi V. (2004), "Investimenti pubblici: project finance o finanza tradizionale?", *Economia & Management*, n.5.
- Virga P. (1999), *Diritto Amministrativo. I principi*, Giuffrè Editore, Milano.
- Wilson T. (2005), "L'esperienza britannica della Private Finance Initiative", in Formez, *La finanza di progetto. Esperienze a confronto*, Collana Strumenti, n. 27.