

# Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche

ANALISI E STRUMENTI PER L'INNOVAZIONE  
I MANUALI



I processi di modernizzazione amministrativa e gestionale delle amministrazioni pubbliche regionali e locali sono arrivati ad un importante punto di svolta che vede la combinazione di grandi opportunità con possibili nodi critici e che porta ad ipotizzare risvolti futuri molto stimolanti.

Aspetti sicuramente positivi sono rappresentati dall'avvio dei processi di decentramento istituzionale, con conseguente rafforzamento del sistema delle autonomie, dal consolidamento dei sistemi di gestione e dall'introduzione di nuovi assetti organizzativi e di formule più flessibili per la gestione e l'offerta dei servizi pubblici locali.

Tra i nodi critici che stanno emergendo, collegati al nuovo scenario internazionale e nazionale, vanno segnalati una sempre maggiore incertezza a livello macroeconomico ed un rallentamento dei processi di crescita.

In questo quadro l'attivazione e lo sviluppo della funzione finanziaria nelle Regioni, nelle Province e nei Comuni diventa esigenza prioritaria per completare ed integrare i sistemi di gestione delle stesse amministrazioni e per affrontare e rispondere alla crescente incertezza finanziaria.

Questo manuale mette a disposizione di amministratori, dirigenti e quadri dei governi regionali e locali: prime indicazioni per lo sviluppo di competenze specifiche nell'area della finanza, attraverso un confronto con l'articolazione della stessa funzione nelle imprese private e nel mondo del non profit e il riconoscimento delle specificità delle diverse tipologie di amministrazioni pubbliche; una presentazione approfondita delle caratteristiche e delle potenzialità di utilizzo degli strumenti della finanza innovativa, dalle emissioni obbligazionarie, alla gestione e ristrutturazione del debito, ai fondi comuni di investimento immobiliare, alla cartolarizzazione dei crediti ed immobiliare, alla finanza di progetto; la presentazione delle prassi migliori e delle esperienze più significative, sempre più diffuse nel settore pubblico del nostro Paese.

Il manuale è stato realizzato nell'ambito del Laboratorio "Finanza Innovativa" del Programma Cantieri del Dipartimento della Funzione Pubblica, a cui hanno partecipato la Facoltà di Economia dell'Università degli studi di Roma "Tor Vergata" e le Comunità territoriali Area dei Castelli Romani – Sud Roma, Area Sud Milano, Area Salento, Provincia Catania, Provincia Mantova.

Hanno contribuito alla stesura del volume:

**MARCO MENEGUZZO**

Professore ordinario di Economia delle Aziende e delle Amministrazioni Pubbliche presso l'Università Tor Vergata di Roma, ha curato il volume ed è autore del cap. 1;

**FABIO AMATUCCI**

Professore a contratto di Economia Amministrazioni pubbliche presso Università Bocconi di Milano e Università di Lecce, è coautore del cap. 7;

**CRISTIAN MATRAIA**

Dottore di ricerca in Economia delle amministrazioni pubbliche Università di Parma, è autore dei capp. 2, 4, 5, 6 e 8;

**EMILIANO DI CARLO**

Dottorando di Banca e Finanza Università Tor Vergata di Roma, è autore del cap. 3;

**FABRIZIO DE FABRITIIS**

Consulente EUROS Consulting spa, è autore del par. 9.1;

**MARCELLO MARCONI**

Responsabile UOC Gestione Finanziaria Investimenti Comune di Reggio Emilia, è autore del par. 9.2;

**PIETRO TESTAI**

Dottorando di ricerca in Economia delle amministrazioni pubbliche Università Tor Vergata di Roma, è autore dei cap. 1p e 7.

I casi sono stati realizzati da:

Pietro Testai, Andrea Mazzillo e Corrado Cuccurullo dell'Università Tor Vergata di Roma;  
Pierluigi Catalfo e Giuseppe Caruso dell'Università di Catania;  
Gaetano Matonti dell'Università di Salerno.



A CURA DI MARCO MENEGUZZO

# Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche

ANALISI E STRUMENTI PER L'INNOVAZIONE  
I MANUALI



*Rubettino*

Si ringrazia lo staff centrale dei “Laboratori d’innovazione” costituito da Paolo Testa coordinatore del progetto, Donatella Mescia, Pietro Leone, Bruna Pelizzoni.

Si ringraziano Renato Tasca e Mauro Bonaretti, responsabili del team di coordinamento del Programma Cantieri del Dipartimento della Funzione Pubblica, per il contributo di indirizzo scientifico fornito.

# Indice

<b>Presentazione</b> di Pia Marconi	7
<b>Introduzione</b>	9
<b>1. Lo sviluppo della funzione finanza nelle amministrazioni pubbliche</b>	15
1.1 La funzione finanza negli Enti Locali: evoluzioni e contenuti caratterizzanti	15
1.2 I possibili assetti organizzativi per la messa in atto e lo sviluppo della funzione finanza	31
<b>2. Strategie di finanziamento nelle amministrazioni pubbliche</b>	41
2.1 Introduzione	41
2.2 Il finanziamento degli investimenti ed i fattori di cambiamento	42
2.3 Le strategie di finanziamento	44
2.4 La scelta delle modalità di finanziamento	51
2.5 Il ruolo del servizio finanziario negli investimenti	54
<b>3. Gli strumenti: mutui, emissioni obbligazionarie e leasing</b>	56
3.1 I mutui	56
3.2 Le emissioni obbligazionarie	64
3.3 Il leasing	75
<b>4. La gestione e la ristrutturazione del debito</b>	81
4.1 Introduzione	81
4.2 Il modello di gestione attiva del debito	82
4.3 Gli strumenti derivati: <i>swap</i> ed opzioni	88
4.4 La disciplina per le amministrazioni pubbliche	94

4.5	Modalità di contabilizzazione ed impatto sul bilancio	97
4.6	Vantaggi nell'utilizzo degli strumenti di finanza derivata nel <i>liability management</i>	98
4.7	Limiti all'utilizzo degli strumenti di finanza derivata	99
4.8	Gli <i>energy swap</i>	102
<b>5.</b>	<b>La cartolarizzazione nelle amministrazioni pubbliche</b>	107
5.1	Introduzione	107
5.2	I diversi attori coinvolti	111
5.3	Il quadro normativo a livello nazionale e locale	114
5.4	Procedura ed impatto sul bilancio	119
5.5	Applicabilità della tecnica	124
5.6	L'operazione della regione Lazio	127
<b>6.</b>	<b>I fondi comuni di investimento immobiliare</b>	131
6.1	Introduzione	131
6.2	Caratteristiche ed attori coinvolti	132
6.3	Il quadro giuridico	135
6.4	L'impatto sul bilancio e prospettive di utilizzo	139
<b>7.</b>	<b>La finanza di progetto</b>	144
7.1	Introduzione	144
7.2	Attori coinvolti e spazi di applicazione alle opere pubbliche	147
7.3	Le fasi dell'operazione e la ripartizione dei rischi	151
7.4	Il quadro normativo italiano	152
7.5	Le condizioni di applicabilità dello strumento	157
7.6	Alcune operazioni di finanza di progetto	159
<b>8.</b>	<b>Rating ed analisi di bilancio</b>	170
8.1	Introduzione	170
8.2	Il <i>rating</i> nelle amministrazioni pubbliche	171
8.3	Gli indicatori nelle analisi di bilancio	182
8.4	Il monitoraggio della gestione finanziaria	188
<b>9.</b>	<b>Le <i>best practice</i> e le relazioni con gli intermediari finanziari</b>	192
9.1	L'evoluzione del rapporto tra banca ed Enti Locali. Dall'offerta alla relazione	192
9.2	L'esperienza del Comune di Reggio Emilia e del Comune di Avellino	198
	<b>Bibliografia</b>	209

# Presentazione

Questo manuale raccoglie i primi risultati di sei mesi di attività del Laboratorio del Programma Cantieri sulla finanza innovativa. La creazione del Laboratorio deriva dalla scelta di sviluppare e diffondere *know-how* per il rafforzamento della funzione finanza che le priorità di Cantieri indicano tra le principali leve per governare il cambiamento nelle organizzazioni pubbliche. In questo contesto, la valorizzazione delle opportunità offerte dalla finanza innovativa apre importanti prospettive per lo sviluppo della funzione finanza e delle politiche finanziarie necessarie ad adeguare i mezzi ai fini strategici che le amministrazioni intendono perseguire.

La crescente incertezza finanziaria induce sempre più le amministrazioni a liberare risorse non soltanto attraverso sistemi di controllo della spesa, ma anche sfruttando possibili spazi di manovra sulla entrate correnti e valorizzando, attraverso modalità di partenariato pubblico privato, le diverse alternative per il finanziamento delle infrastrutture e lo sviluppo delle politiche di offerta dei servizi.

La finanza innovativa che Cantieri promuove va inserita in un quadro complessivo di riferimento definito dalle linee guida formulate a livello nazionale sulle emissioni obbligazionarie di metà degli anni 90 ed i recenti orientamenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze su cartolarizzazioni immobiliari ed operazioni sui derivati, che riaffermano la necessità di una *governance* del fenomeno, basata sulla conoscenza e

sulla chiara individuazione delle operazioni ammissibili.

Il Laboratorio, articolato in cinque comunità tematiche territoriali, ha coinvolto nelle sue attività due Province e più di 100 Comuni. Esso si è concentrato sulle tecniche e gli strumenti di finanza innovativa, attraverso la messa in rete delle esperienze più significative maturate negli ultimi anni presso Regioni e Comuni, anche di medie dimensioni. Un'attenzione particolare è stata posta alle condizioni che favoriscono il consolidamento della funzione finanza e lo sviluppo delle politiche finanziarie quali: le configurazioni organizzative più idonee, le forme di partnership pubblico-pubblico (Regioni, Province e Comuni) e pubblico-privato, il reperimento delle professionalità necessarie, i rapporti con i fornitori di servizi finanziari, in primo luogo le aziende di credito.

Il manuale si rivolge a diversi destinatari potenziali. I Comuni di medio-piccole dimensioni vi trovano indicazioni per lavorare in una logica di rete (in *pool* auto-organizzati) e costituire una massa critica attrezzata ad istaurare un rapporto virtuoso con gli intermediari finanziari. I Comuni di grandi dimensioni possono apprendere a sviluppare le proprie competenze e consolidare un ruolo da interlocutore qualificato, in grado di rapportarsi con tutti i soggetti che operano nel settore. Le Province, anche attraverso le esperienze descritte, possono sviluppare idee progettuali per la realizzazione di Centri Servizi di assistenza e consulenza finanziaria per il

proprio territorio. Infine, il manuale può fornire spunti interessanti anche ad altre aziende ed amministrazioni pubbliche sempre più interessate alla finanza innovativa, dalle Aziende sanitarie locali, alle Università ed alle Aziende per l'edilizia residenziale.

Nel volume vengono proposti ed analizzati i principali strumenti di finanza innovativa (cartolarizzazione immobiliare, emissioni obbligazionarie, rinegoziazione del debito, operazioni sui derivati e finanza di progetto ) ai quali si affianca la presentazione di alcune esperienze dalle quali emerge una valutazione delle criticità e dei benefici individuati dalle amministrazioni che hanno utilizzato tali strumenti.

Il lavoro del Programma Cantieri continua con la diffusione degli strumenti sperimentati per sviluppare le competenze che permetteranno alle amministrazioni di governare in modo efficace questa preziosa leva del cambiamento.

### **Pia Marconi**

Direttore Generale dell'Ufficio  
per l'Innovazione  
nelle Pubbliche Amministrazioni

# Introduzione

Il nostro Paese ha sempre più bisogno di amministrazioni pubbliche che, in un quadro di maggiore autonomia, siano in grado di adottare strategie e strumenti per il governo del cambiamento, rispondendo in modo puntuale o addirittura anticipando i bisogni dei cittadini e utilizzando al meglio le risorse disponibili. Il programma Cantieri del Dipartimento della Funzione Pubblica suggerisce alle amministrazioni dei percorsi di cambiamento su cui riflettere, individuando le priorità rispetto alle quali intervenire tenendo conto della propria missione e delle proprie esigenze, con l'obiettivo di raggiungere risultati che siano visibili e duraturi, invertendo la tendenza diffusa a considerare la pubblica amministrazione un peso per la collettività.

Attraverso il progetto "Laboratori d'innovazione", Cantieri si è posto l'obiettivo dello sviluppo delle conoscenze necessarie per migliorare la comprensione dei fenomeni di cambiamento e sperimentare nuovi strumenti di azione che aiutino le amministrazioni a ottimizzare la *performance* e la qualità dei servizi. In particolare, il progetto "Laboratori" si è qualificato per il presidio dei temi maggiormente innovativi, la cosiddetta "punta dell'innovazione", che in questo momento viene esplorata esclusivamente da un ristretto gruppo di pionieri e, nel contempo, si prevede che abbia un notevole impatto nell'immediato futuro per l'intero panorama delle amministrazioni pubbliche.

Proprio per rispondere a questa esigenza

di continuo aggiornamento, all'avvio del progetto (settembre 2002) sono stati individuati esclusivamente i temi relativi ai primi quattro laboratori che arrivano oggi (maggio 2003) al compimento della prima parte del percorso; mentre sono stati previsti due momenti successivi per l'individuazione dei temi che saranno oggetto dei futuri laboratori (maggio 2003 e settembre 2003).

I temi dei laboratori sono ripresi dalle priorità indicate dal volume "Proposte per il cambiamento nelle amministrazioni pubbliche" e si concentrano, in particolar modo, sull'analisi, attuazione e valutazione delle politiche pubbliche, sulle prospettive e gli strumenti del management, sul clima e la cultura organizzativa, sullo sviluppo dei sistemi di comunicazione e di relazione con i partner e i portatori di interessi.

Per la scelta degli argomenti, inoltre, sono stati ascoltati a vari livelli i partner di Cantieri e le amministrazioni che tradizionalmente si sono distinte per la maggiore attenzione dedicata all'innovazione, in modo da avere una preventiva conferma dell'interesse e garanzia di approntare strumenti che venissero poi utilizzati su larga scala.

L'idea del progetto nasce anche dalla constatazione di una diffusa debolezza (salvo rari casi) nel rapporto tra i soggetti che realizzano attività di ricerca e i soggetti che nella propria realtà operativa dovrebbero utilizzarne i risultati. Con i "Laboratori" si è voluto

costruire uno strumento di relazione stabile tra il mondo dell'accademia e quello delle amministrazioni che, attraverso un percorso pianificato e condiviso, portasse alla produzione di saperi fondati, non soltanto sull'approfondimento teorico, ma anche sulla sperimentazione sul campo.

Operativamente ciascun "Laboratorio" è costituito da un gruppo di lavoro misto composto da esperti, accademici, consulenti, amministratori, dirigenti e funzionari pubblici con esperienze disciplinari specifiche, coordinato e supportato logisticamente da una struttura centrale di staff messa a disposizione da Cantieri.

Come anticipato, i gruppi di lavoro hanno avuto il compito di analizzare tematiche innovative agendo come "gruppi di pensiero" disciplinari attraverso attività di *benchmarking*, studi di caso, seminari di discussione, elaborazione di documenti e di sperimentare sul campo soluzioni di miglioramento, con l'obiettivo immediato di realizzare delle vere e proprie guide operative da diffondere poi tra tutte le amministrazioni. Allo stesso tempo, si è voluto contribuire a fondare, intorno a questi gruppi di lavoro, i primi nuclei di possibili comunità professionali, che possano diventare esse stesse veicolo di diffusione dei saperi e future reti di auto-aiuto.

Percorrere sentieri innovativi, sia rispetto al metodo sia rispetto ai temi trattati, ha consentito di portare un notevole valore aggiunto alla qualità e trasferibilità dei risultati raggiunti; ma nel contempo ha comportato necessariamente l'assunzione di rischi, la possibilità di compiere errori.

Essere riusciti a mettere intorno ad un tavolo alcuni tra i maggiori esperti del tema, provenienti da esperienze diverse (Università, impresa e consulenza), con un bagaglio di conoscenze e competenze di altissimo livello è sicuramente uno dei punti di forza di questa esperienza. Inoltre, ciascun laboratorio ha lavorato seguendo un piano di lavoro dettagliato, che ha permesso di focalizzare l'attenzione di tutto il gruppo di lavoro sui singoli

aspetti critici legati ai temi affrontati, impegnando i partecipanti a cercare insieme le possibili soluzioni con l'unico obiettivo di collaborare ad un progetto comune, cercando di utilizzare lo stesso linguaggio.

Come detto, ciascun laboratorio ha operato per proporre strumenti e linee guida d'intervento, che fin dalle prime elaborazioni hanno trovato ampio interesse da parte delle amministrazioni. Attraverso il sito [www.cantieripa.it](http://www.cantieripa.it) e gli altri canali di informazione di Cantieri, numerose amministrazioni hanno manifestato la volontà di partecipare in modo attivo alle sperimentazioni. Se da un lato, questo interesse è un sintomo del successo dell'iniziativa, dall'altro ne ha segnato anche il limite: per come erano stati progettati in origine i laboratori, questi hanno potuto accogliere un numero ristretto di amministrazioni, rinunciando a contributi che avrebbero potuto dare maggiore consistenza alla fase sperimentale.

Oltre alla partecipazione "allargata" alle sperimentazioni, un'altra variabile di cui tener conto nella realizzazione dei prossimi laboratori è la visibilità che è necessario dare alle attività del laboratorio nel loro svolgersi. Infatti, una corretta comunicazione attraverso tutti i canali disponibili e la partecipazione attiva delle amministrazioni interessate (ad esempio attraverso forum virtuali) consentono di evitare il rischio di costituire dei gruppi di lavoro "elitari", che vengano percepiti come isolati dalla realtà operativa che le amministrazioni vivono quotidianamente.

Già a partire dal Forum P.A. 2002 Cantieri ha promosso differenti iniziative sul tema della finanza innovativa che hanno visto presenti *best practice* a livello regionale, a livello locale ed intermediari finanziari.

Questa iniziativa ha permesso di consolidare una prima rete informale tra operatori e *professionals* che operano nelle amministrazioni locali sulle tematiche della programmazione e gestione delle risorse finanziarie, rete che è stata accolta e sviluppata all'interno del laboratorio "Finanza

Innovativa”, creando anche attese importanti soprattutto tra amministrazioni locali di piccole e medie dimensioni.

Il laboratorio “Finanza Innovativa” nasce con l’obiettivo di:

- predisporre una banca dati sulle principali esperienze di innovazione finanziaria, distinguendo tra *best practice* su specifiche aree (emissioni obbligazionarie, rinegoziazione indebitamento, finanza progetto, cartolarizzazione immobiliare, *asset management* gestione della liquidità) e *best practice* integrate (amministrazione regionale e locale che ha sviluppato al proprio interno una funzione finanza integrata);
- promuovere e seguire cinque Comunità di pratica sul tema della finanza innovativa, in particolare: i Comuni partecipanti alla Associazione dei Comuni del Sud Milano (capofila Comune San Donato Milanese) ed i Comuni dell’area dei Castelli Romani (capofila Comune Ciampino), i Comuni del Salento (capofila Comune di Lecce), i Comuni che gravitano intorno alla Provincia di Catania e i Comuni che gravitano intorno alla Provincia di Mantova;
- coordinare progetti di interscambio di conoscenze e competenze sul tema della finanza innovativa tra la Provincia che ha svolto un ruolo di centro servizi per i Comuni operanti sul territorio provinciale (Mantova) e la Provincia regionale di Catania che intende svolgere questa funzione.

Il gruppo di lavoro è costituito da rappresentanti del programma Cantieri del Dipartimento della Funzione Pubblica, dai dirigenti delle amministrazioni pubbliche coinvolte nel progetto in qualità di capofila delle Comunità tematiche e dal Dipartimento Studi sull’impresa dell’Università di Roma Tor Vergata.

Costituito il gruppo di lavoro, le comunità tematiche hanno viaggiato in modo quasi del tutto autonomo. Gli *steps* di progetto sono però stati condivisi, per cui al momento del-

l’attivazione di ogni comunità tematica si è provveduto ad individuare un Comune capofila con il compito di fare da raccordo con il *network* spontaneo di Comuni venutosi a costituire e rendere i lavori più agevoli.

Ogni comunità tematica ha visto l’adesione in media di 15-18 comuni e, elemento particolarmente significativo, ha visto la partecipazione attiva degli intermediari finanziari del luogo, che in più di un’occasione hanno voluto partecipare portando il loro contributo e rivelandosi particolarmente interessati ai lavori del laboratorio.

E’ stato predisposto per le amministrazioni capofila un modello di *screening* da somministrare agli enti aderenti alla comunità per sondare il livello di conoscenza ed applicazione degli strumenti di finanza innovativa, per poter così tarare l’intervento in modo adeguato rispetto alle esigenze espresse delle singole comunità. E’ stato in tal modo possibile individuare le tematiche di maggior interesse per ciascuna realtà ed indirizzare i successivi momenti di confronto avuti con ogni comunità tematica allo studio ed all’analisi di quegli strumenti. Ciò ha reso possibile differenziare l’intervento del laboratorio sul territorio permettendo l’approfondimento di temi diversi che sono stati ora le emissioni obbligazionarie, ora la finanza di progetto, ora gli strumenti derivati. Per garantire alle comunità tematiche l’appoggio necessario, per centralizzare i momenti di conoscenza, per veicolare più velocemente le informazioni necessarie al buon funzionamento del laboratorio, per diffondere la conoscenza acquisita ad ogni *step* del progetto, è stato realizzato un sito internet accessibile dal sito internet di Cantieri ([www.cantieripa.it](http://www.cantieripa.it)) che si è rivelata un utile strumento di raccordo tra le cinque Comunità tematiche.

Comunità Area dei Castelli Romani - Sud Roma

Comunità Area Sud Milano

Comunità del Salento

Comunità della Provincia Catania

Comunità della Provincia Mantova

Questo manuale riporta alcuni casi di studio emersi nei tavoli di lavoro realizzati nelle diverse comunità territoriali e che hanno rappresentato utili momenti formativi, oltre che di confronto tra gli operatori del settore, fugando spesso inutili timori ed aprendo la strada verso una forma alternativa di finanziamento tanto inesplorata quanto ricca di soluzioni gestionali/finanziarie inaspettate.

Il laboratorio è composto da:

Marco Meneguzzo - Coordinatore del laboratorio

Fabio Amatucci Università di Lecce

Università Bocconi

Roberto Colangelo Direttore Area risorse San Donato Milanese

Corrado Cuccurullo Università Tor Vergata

Paola Dalcore Assessore Bilancio, personale,

sistemi informativi Provincia di Mantova

Emiliano Di Carlo Università Tor Vergata

Fabrizio De Fabritiis Euros Consulting srl.

Silvana Giangiuliani Coordinatore Area

Programmazione Bilanci Finanziamenti e

Controllo di Gestione Provincia di Catania

Marcello Marconi Direttore UO Finanza,

Settore Ragioneria, Comune Reggio Emilia

Cristian Matraia Finlombarda

Andrea Mazzillo Università Tor Vergata

Antonio Meola Direttore Generale Comune di Ciampino

Donatella Mescia Cantieri - Dipartimento

Funzione Pubblica

Pietro Testaí Università Tor Vergata

Aurelio Tommasetti Università di Salerno





# 1. Lo sviluppo della funzione finanza nelle amministrazioni pubbliche

## 1.1 La funzione finanza negli Enti Locali: evoluzione e contenuti caratterizzanti

Gli anni '90 hanno visto il progressivo consolidarsi della funzione Finanziaria negli Enti Locali; operazioni come emissioni obbligazionarie in una prima fase e più recentemente operazioni sui derivati (*swap* principalmente) e cartolarizzazione sono sempre più diffuse nei Comuni, anche in quelli di piccole dimensioni, Province e Regioni e conosciute, in modo più o meno approfondito, dagli amministratori politici, dai vertici direzionali degli enti stessi (Direttori generali/Segretari generali) e dai responsabili dei Servizi/Settori Economico finanziari.

Questo fenomeno che è stato definito da molti osservatori, dalla stampa specializzata ai centri di ricerca, come la “finanza innovativa” è stato posto in alternativa alla finanza tradizionale, ossia alle operazioni che hanno contraddistinto la programmazione e gestione finanziaria degli Enti Locali, dopo la crisi della finanza locale di fine anni '70, legata all'indebitamento a breve per rimborsare l'indebitamento a medio lungo, il consolidamento successivo e la riduzione dell'autonomia impositiva<sup>1</sup>.

Per circa 15 anni, dai provvedimenti del 1979 alle prime emissioni obbligazionarie di metà anni '90, per funzione finanziaria si intendeva negli Enti Locali il ricorso ai mutui a lungo termine offerti dall'intermediario istituzionale Rappresentato dalla Cassa Depositi e Prestiti, ed in alcuni casi a quelle offerti dagli istituti di credito.

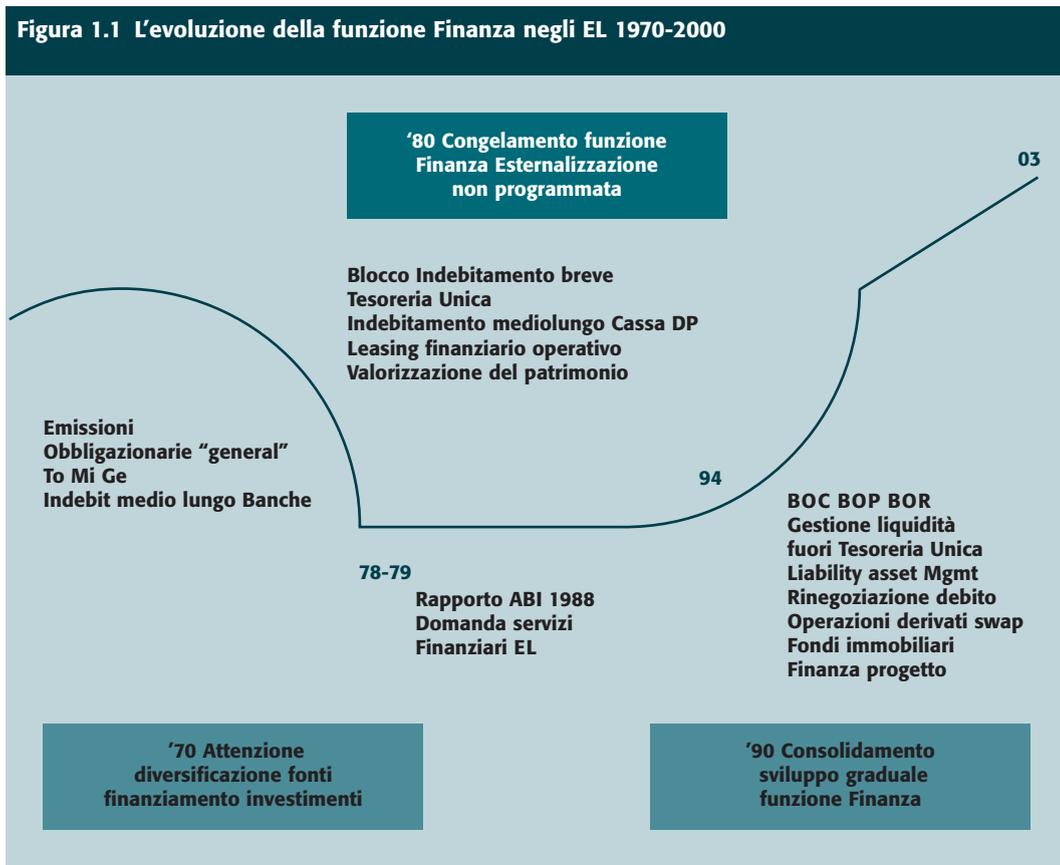
Altro elemento caratterizzante della finanza tradizionale era la presenza della Tesoreria unica e la impossibilità per gli Enti Locali di mettere in atto una autonoma politica di gestione attiva della liquidità, a differenza di quanto permesso agli Enti Locali operanti negli altri paesi europei e nelle economie avanzate a livello internazionale (Canada, Stati Uniti, Australia, Nuova Zelanda, paesi emergenti Sud Est asiatico).

Il passaggio tra finanza tradizionale e finanza innovativa va descritto ed analizzato, anche perché consente di individuare le aree

1. Si veda Meneguzzo M., “I processi di acquisizione delle risorse finanziarie”, in Meneguzzo M., Borgonovi E., Negri R., Rebora G., “Lezioni di Economia delle Amministrazioni Pubbliche”, 1979.

di attività della Funzione Finanza per gli Enti Locali e permette di meglio progettare e realizzare le politiche e le strategie di sviluppo della stessa funzione.

Nella figura 1.1 viene mostrato il ciclo di evoluzione della funzione Finanza nel corso degli ultimi trenta anni; la scelta di un periodo lungo porta ad affermare che è improprio distinguere tra finanza tradizionale e finanza innovativa per gli Enti Locali.



Si ritiene opportuno segnalare che questa ricostruzione è volutamente sintetica per gli obiettivi assegnati a questo manuale.

La Programmazione e gestione finanziaria è stata sviluppata in due fasi; una prima fase in cui gli Enti Locali, in particolare i Comuni di grandi dimensioni ricorrevano in modo diffuso al sistema bancario (indebitamento a medio lungo, negoziazione attiva dei contratti di Tesoreria) e soprattutto sperimentavano con successo emissioni obbligazionarie, direttamente collocate sul mercato.

Le emissioni obbligazionarie, di cui i principali esempi sono stati in ordine Milano, Genova e Torino, si caratterizzavano, rispetto alle operazioni presenti a livello internazionale (i MUNIBOND o *municipal bonds* statunitensi)\* come emissioni "general" ossia destinate al finanziamento della complessiva politica di investimento dell'Ente

\* Nel contesto statunitense il volume dei MUNI-BOND in circolazione è passato dai 133 miliardi di \$ del 1969 a circa 1.500 miliardi di \$ dell'inizio degli anni '90.

Locale ad integrazione delle risorse proprie e delle risorse reperite attraverso il ricorso all'indebitamento.

Non erano quindi emissioni obbligazionarie, destinate a finanziare uno specifico progetto di investimento (*revenue bonds*) ed il cui rimborso era garantito dai rientri tariffari collegati al progetto di investimento sulla base di una logica PAYG (*pay as you go*) (cfr.: Epstein, 1992, Coe, 1997, Petersen, 1997)\*\*.

Capacità di relazionarsi con gli intermediari finanziari, valutazioni di convenienza sulle diverse modalità di finanziamento degli investimenti pubblici locali e lancio e gestione dei prestiti obbligazionari rappresentavano quindi un nucleo importante di attività ed un patrimonio di conoscenza interno agli Enti Locali, che si è progressivamente indebolito nella fase di "congelamento" della funzione di gestione delle risorse finanziarie.

Questa fase di congelamento ha coinciso con alcuni shock istituzionali; dal blocco dell'indebitamento al 1979, a seguito di provvedimenti di intervento sui circa 33.000 miliardi (all'epoca) di indebitamento degli Enti Locali, di rafforzamento del sistema della Tesoreria unica, collegato con le politiche di intervento sul settore pubblico allargato, negoziate con istituzioni finanziarie internazionali (FMI) sul modello dei più noti ed attuali i "patti di stabilità".

Più in generale gli Enti Locali sono stati messi "sotto tutela"; altri importanti indicatori della scarsa (o nulla) possibilità di manovra sulla gestione finanziaria erano rappresentati dai vincoli imposti alle politiche tariffarie, del peso limitato delle entrate tributarie proprie e dal ricorso prevalente ad un unico intermediario finanziario, che svolgeva una funzione di monopolio (Cassa Depositi e Prestiti).

Per la verità in questo decennio di consolidamento della funzione finanza sono rintracciabili segnali deboli di interesse allo sviluppo della funzione finanza di cui alcuni esempi sono:

- le convenzioni quadro stipulate tra ANCI, ABI ed ACCRI ad inizio anni '80 sul ricorso al **leasing finanziario ed operativo** che favoriva il ricorso a questo strumento prevedendo specifiche modalità di agevolazione (tassi di interesse e garanzie) (Clarizia Velo 1984, Ente Locale e società 1984)<sup>2</sup>;
- un interesse alla gestione e valorizzazione economica del patrimonio, con un significativo progetto quello della Finanziaria casa del Comune di Modena destinato al finanziamento degli alloggi da destinare (1983) in locazione e basato sui certificati immobiliari;
- operazioni di leasing immobiliare, affidate dagli Enti Locali alle loro aziende municipalizzate ( Comune Milano - ATM, Comune di Pavia - Azienda multiservizi) per la costruzione di sedi destinate ad uffici e centri logistici.

Altro fenomeno da segnalare è stato l'interesse di alcune società finanziarie regionali, in primo luogo Finlombarda (Lombardia), Fidi Toscana (Toscana) e FILSE (Liguria) ad attivare con istituti di credito Convenzioni quadro per agevolare Enti Locali e le Unità sanitarie

\*\* A.O. Crowe ricordava che la composizione del debito municipale è poi radicalmente cambiata dagli anni '60 ad oggi; le "General obligations" sono scese dal 65% al 32% mentre le "Revenue Bonds" sono salite dal 35% al 68%.

2. Si veda Clarizia R. Velo D. *Il leasing pubblico* Giuffrè Edit 1985; Numero speciale sul leasing pubblico Ente Locale e società 1984.

locali a ricorrere alle diverse tipologie di leasing per l'acquisizione di beni mobili ed attrezzature informatiche. (Meneguzzo 1987).

Ma i segnali deboli non hanno impedito il blocco della funzione Finanza e soprattutto l'indebolimento delle competenze presenti all'interno degli stessi; in questa fase si è avuta quindi una **esternalizzazione non programmata** della gestione finanziaria agli intermediari finanziari e soprattutto alla Cassa Depositi e prestiti.

Tale fenomeno non era il prodotto di precise strategie di Comuni e Province, quanto piuttosto una scelta obbligata e soprattutto non è stata bilanciata da una parallela consapevolezza da parte degli Intermediari finanziari ad assumere un ruolo di fornitore di servizi finanziari agli Enti Locali. Interessante a questo proposito è il rapporto di fine anni '80 della Associazione bancaria italiana in cui vengono analizzate la domanda di servizi finanziari degli Enti Locali e l'offerta di servizi finanziari da parte delle banche (1988).

Alla debolezza strutturale del cliente Ente Locale, che non esprimeva, secondo il rapporto ABI una domanda significativa si collega la difficoltà delle stesse banche ad uscire dal ruolo tradizionale di Tesorieri e diventare consulenti; l'indagine diretta aveva evidenziato solo l'8,2% delle banche era in grado ed interessata ad offrire servizi di consulenza finanziari (un altro 19,7% in modo limitato e parziale).

Questi servizi erano destinati a rispondere alle tre principali aree di domanda di servizi finanziari espressi all'epoca dagli Enti Locali, rappresentate dalla assistenza per il ricorso ai mercati finanziari nazionali (43%), dalla assistenza per l'accesso ai mercati finanziari internazionali (55%) e dalla consulenza per il finanziamento pubblico e privato per piccole e medie infrastrutture (51%).

*Dalla esternalizzazione non programmata al progressivo consolidamento di competenze secondo una logica di attivazione incrementale (passo dopo passo) della funzione Finanza; questa transizione può essere utilizzata come modello interpretativo per descrivere l'evoluzione della funzione Finanza negli anni '90.*

Alla fine degli anni '80 si verificano alcune importanti dinamiche rappresentate da:

- la legge di riforma delle autonomie locali (142/1990) che pone particolare attenzione alla autonomia decisionale ed organizzativa degli Enti stessi ed al ricorso a formule gestionali alternative alla offerta diretta dei servizi;
- la progressiva crescita della autonomia tributaria;
- l'allentamento progressivo dei vincoli alla manovra su prezzi e tariffe dei servizi pubblici locali;
- lo sviluppo dei sistemi di gestione e delle logiche manageriali negli Enti Locali, sistemi di gestione che hanno radicalmente modificato le tradizionali "Ragionerie" degli Enti Locali attraverso l'inserimento della contabilità economica, l'introduzione di strumenti come Piano e bilancio pluriennale, il PEG - piano economico di

gestione, la contabilità dei costi, il controllo di gestione ed il controllo strategico.

Il punto di svolta è rappresentato dalla normativa (DM Ministero del Tesoro e successivo regolamento della Banca di Italia) che ha reso possibile a partire dal 1994, il ricorso allo strumento obbligazionario (per le considerazioni sulle caratteristiche e sulle specificità delle emissioni obbligazionarie si rimanda al capitolo 3).

Le emissioni obbligazionarie hanno rappresentato lo start up della funzione Finanza, stimolando gli Enti Locali a ridefinire le relazioni con i propri Tesorieri e soprattutto a guardare alle offerte ed alle potenzialità presenti sul mercato.

Altre ricadute positive legate alla esperienza dei BOC e dei BOP, strumenti peraltro utilizzati anche dalle Comunità Montane sono la adozione di analisi sulla convenienza economico finanziaria delle diverse alternative di finanziamento, l'abituarsi a ragionare in termini di piano di investimenti e di ricerca delle possibili fonti di finanziamento, in una logica di *capital budgeting* e l'attenzione da tipologie semplificate di prestiti obbligazionari a tipologie sempre più complesse, tra cui va citato l'*e-bond*, ossia il collocamento diretto sul web, che ha visto recentemente un esempio in Italia rappresentato dalla Regione Marche.

Pur rinviando al sito [www.dexia-crediop.it](http://www.dexia-crediop.it) che costituisce in assenza di una banca dati nazionali la base dati più aggiornata sui prestiti obbligazionari in Italia, è comunque utile fare riferimento alla successiva tabella 1.1 che mostra, al 2000, la consistenza del fenomeno.

Al 2000 le emissioni obbligazionari totalizzavano un importo pari a circa 8 miliardi di euro; nel 2001 e nel 2002 si è confermata la tendenza alla crescita (circa 100 emissioni anno), con un ruolo sempre più rilevante assunto dai prestiti emessi dalle Regioni e da quelli direttamente collocati sui mercati internazionali.

<b>Tabella 1.1 Emissioni obbligazionarie in Italia</b>				
		<b>BOC</b>	<b>BOP</b>	<b>Totale</b>
<b>1996</b>	Importo	509	0	509
	Numero	5	0	5
<b>1997</b>	Importo	427	154	581
	Numero	35	4	39
<b>1998</b>	Importo	944	301	1.245
	Numero	78	18	96
<b>1999 1° semestre</b>	Importo	716	206	922
	Numero	35	8	43

Ma le emissioni obbligazionarie hanno avuto una altra importante ricaduta; le risorse finanziarie introitate a seguito delle emissioni e non immediatamente spendibili per la realizzazione della infrastrutture previste e degli investimenti programmati potevano essere gestite al di fuori del sistema di Tesoreria unica.

Gli Enti Locali si sono trovati a disposizione una significativa liquidità che ha spinto a valutare possibili modalità di impiego dai pronti contro termine ad impieghi sui mercati monetari e finanziari; oltre a ricadute positive sugli interessi attivi, è stato così consolidato un ulteriore nucleo di competenze e conoscenze sulle tematiche finanziarie (per una più approfondita descrizione sulla gestione attiva della liquidità si rinvia al capitolo 4).

Questo accumulo progressivo di competenze, che si rafforzava verso la fine degli anni '90 a seguito del circolo virtuoso innescato tra le nuove emissioni di prestiti obbligazionari e conoscenze sui mercati finanziari ha consentito di affrontare con successo le operazioni di rinegoziazione del debito, caratterizzate nel caso degli Enti Locali dalla gestione dinamica del rischio finanziario, attraverso il passaggio dai tassi fissi ai tassi variabili ed il ricorso agli strumenti derivati.

Sono state messe in atto le operazioni di ristrutturazione del debito, che hanno finora interessato circa 300 Comuni; queste operazioni avviate già alla fine degli anni '90 hanno trovato una regolamentazione a livello istituzionale all'interno della Legge Finanziaria del 2002, che ha autorizzato l'utilizzo degli strumenti derivati per Regioni, Province, Comuni e Comunità montane con l'obiettivo di contenere il costo dell'indebitamento (per una presentazione ed approfondimento sullo strumento dei derivati si rinvia al capitolo 3).

Il ricorso agli strumenti derivati ha definitivamente consolidato, quantomeno nelle realtà più sensibili, il know how e le conoscenze sulla funzione Finanza fornendo le condizioni di base per affrontare nel mutato scenario economico finanziario le operazioni di valorizzazione e gestione del patrimonio immobiliare, attraverso o la creazione di fondi immobiliari chiusi o le operazioni di cartolarizzazione immobiliare.

Del tutto atipico invece in questo percorso di costruzione della funzione Finanza è il caso delle operazioni di finanza di progetto; fin dall'inizio degli anni '90 si è diffuso tra gli Enti Locali interesse ed attenzione verso la finanza di progetto, senza però una effettiva capacità di portare a termine operazioni significative, a differenza di quanto stava succedendo nei settori dei servizi a rete (energia, gas e calore, telecomunicazioni) che hanno visto il ricorso a società veicolo ed alle varie formule BOT e BOO per il finanziamento dei propri investimenti.

Motivazione importante del limitato ricorso alla finanza di progetto è la continua modifica del quadro normativo di riferimento, che ha determinato forte incertezza a livello di domande (Enti Locali) e di

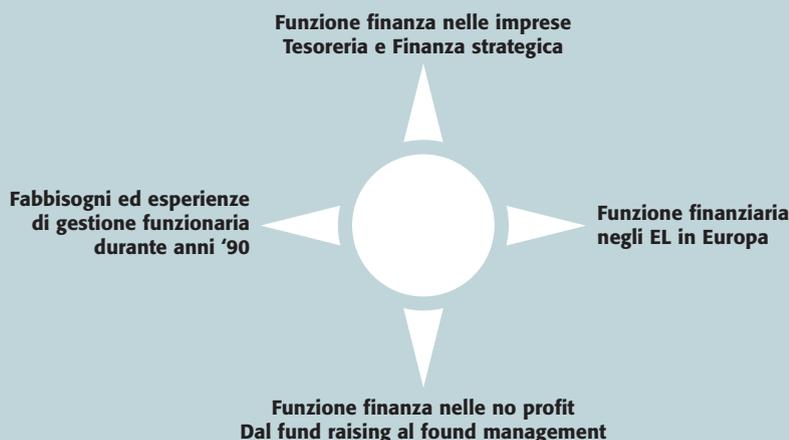
offerte (intermediari finanziari, imprese costruttrici); va inoltre segnalato che la attività di centri di consulenza istituzionale operanti a livello centrale (la task force sulla finanza di progetto del Ministero del Tesoro) ed in alcuni contesti regionali, Lombardia e Campania tra le principali, non è riuscita a svolgere un ruolo propulsivo forte.

La finanza di progetto ha quindi svolto un ruolo marginale nell'accumulo di competenze a livello del sistema degli Enti Locali; questo ruolo non appare modificabile in modo sostanziale nel prossimo futuro che vedrà probabilmente un ulteriore consolidamento del circolo virtuoso tra gestione del debito (*liability management*) e gestione attiva della liquidità, integrati ed arricchiti con formule innovative di leasing e gestione del patrimonio immobiliare.

La presentazione della evoluzione della funzione finanziaria negli Enti Locali va collegata ad un quadro interpretativo più generale, presentato nella figura 1.2, in cui sono evidenziate le principali variabili di riferimento, necessarie a fini della individuazione delle aree di attività della funzione Finanza negli Enti Locali.

In primo luogo va presa in considerazione, come anticipato, l'esperienza accumulata nel corso degli ultimi anni, attraverso un consolidamento passo dopo passo, accumulando cioè competenze su singoli pacchetti di attività che sono servite per passare ad altri pacchetti di attività.

**Figura 1.2** Possibili riferimenti per la funzione Finanza negli Enti Locali



Tratto da Meneguzzo M. Laboratorio Finanza innovativa Università Roma Tor Vergata 2003

Due altri importanti riferimenti sono rappresentati in ordine dalle caratteristiche della funzione Finanza nelle **imprese for profit** (imprese industriali e di servizi) e nelle **organizzazioni/aziende no profit**.

Nelle imprese la funzione Finanza si articola in due principali ambiti, che sono Tesoreria e Finanza strategica; ed è in questi due

ambiti che possono essere ricondotte le diverse aree di attività presentate nella figura 1.2. (Pivato 1987 S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. F. Jaffe, Il Mulino, 1996, Guatri, 1982)<sup>3</sup>.

In specifico la Tesoreria si occupa della copertura, attraverso operazioni di swap, dei rischi finanziari, collegati all'andamento dei tassi di interesse e dei tassi di cambio.

Altre importanti componenti della Tesoreria sono la gestione attiva della liquidità, programmazione e gestione del cash flow, attraverso budget di cassa (*ottimizzazione del cash management*).

Sempre più le imprese, e soprattutto le grandi imprese sono interessate ad attivare un cash management a livello di gruppo, collegando fabbisogni e disponibilità delle varie imprese collegate e partecipate.

Alla Tesoreria competono inoltre la gestione dei rapporti contrattuali con gli intermediari finanziari, attraverso diversificazione dei fornitori dei servizi finanziari e la costruzione di rapporti fiduciari, creando valore nella relazione cliente-fornitore.

Infine l'ambito della Tesoreria si occupa, in stretto collegamento con le funzioni aziendali commerciali e marketing, delle relazioni esistenti tra politiche di vendita e finanza; dalla gestione dei crediti verso i clienti, al ricorso al factoring ed alla cartolarizzazione dei crediti (*ottimizzazione del capitale circolante commerciale*) vedi figura 1.3.

### Punti di contatto e trasferimento di know how dalla finanza di impresa

Rilevanti sono così i punti di contatto tra ambito della Tesoreria ed alcuni pacchetti di attività, finora sviluppati dagli Enti Locali; dalla ottimizzazione del rischio finanziario (operazioni sui derivati), alla gestione attiva della liquidità (*negli enti locali la gestione fuori Tesoreria unica*) alla attenzione alla cessione dei crediti (*factoring e cartolarizzazione*); altre aree sono in prospettiva di rilevante interesse, sono la ottimizzazione dei rischi collegati ai tassi di cambio nella ipotesi di indebitamento sui mercati finanziari internazionali, la messa in atto di catene del valore nelle relazioni con le banche tesoriere ed il *cash management ed al cash budgeting* a livello di Ente Locale e di gruppo pubblico locale.

Notevoli e rilevanti sono i vantaggi acquisibili da **una gestione della liquidità unitaria a livello di gruppo pubblico locale** che vede da un lato il Comune (o la Provincia) capofila, aziende speciali ed imprese pubbliche partecipate ed Istituzioni e Fondazioni, operanti in campo socioassistenziale, culturale ed educativo nella veste di "drenatori" di liquidità.

A questi si contrappongono come generatori di cassa altre organizzazioni e società pubbliche locali, dalle *utilities* operanti nei settori dell'energia, del gas, del ciclo dei rifiuti (si pensi ad esempio alla termodistruzione) e del ciclo dell'acqua fino alle Fondazioni, ad esempio Fondazioni culturali, a cui è riservata la missione di raccolta fondi ed in alcuni casi l'emissione di obbligazioni etiche (tipi di solidarietà).

3. Si veda Pivato G. Trattato di finanza aziendale Franco Angeli editore 1987.

L'ambito della finanza strategica si occupa poi della valutazione economica finanziaria delle diverse alternative di investimento (confronto tra indicatori come il valore attuale netto e IRR - tasso interno di rendimento) e delle scelte di *capital budgeting*.

### Figura 1.3 La funzione Finanza nelle imprese industriali e di servizi

#### Macro-obiettivi della funzione Finanza

Ottimizzare la struttura finanziaria e patrimoniale consolidata

Ottimizzare il rischio finanziario globale a livello consolidato in termini di capacità di credito a breve ed a medio termine, impegni di firma, rischi di tasso d'interesse e liquidità, rischi di cambio

Massimizzare i rendimenti derivanti dall'impiego della liquidità

Assicurare unitarietà di comportamenti verso le istituzioni finanziarie e i mercati finanziari

Ottimizzare il cash management

Ottimizzare la gestione del capitale circolante commerciale

Controllare la performance aziendale

Tratto da Salvi A., La funzione finanza nelle imprese Area Finanza aziendale ed immobiliare Scuola Direzione aziendale Università Bocconi 2003

Altro importante tassello della Finanza strategica è la valutazione delle diverse modalità di finanziamento delle strategie di sviluppo e di investimento, della scelta di ricorso al capitale proprio e/o al capitale di debito e, nella ipotesi di ricorso al capitale di debito, alla valutazione comparata dei vantaggi e dei costi delle diverse tipologie di indebitamento (ottimizzazione della struttura finanziaria e patrimoniale).

Valutazioni collegate a queste scelte sono collegate tra l'altro la conversione tra obbligazioni in azioni; problematiche del tutto simili stanno ora affrontando le *utilities* e le *multiutilities* di cui gli Enti Locali sono soci di maggioranza, nel ricorso alle obbligazioni di tipo *warrant*. Infine alla finanza strategica competono le strategie finanziarie collegate alle scelte di fusione, di acquisizione di nuove società, di rafforzamento della partecipazione azionaria, di dismissione di imprese.

Anche per questo ambito notevoli sono i punti di contatto con pacchetti di attività attualmente messi in atto dagli Enti Locali o potenzialmente attivabili. La valutazione delle diverse alternative di finanziamento degli investimenti può essere infatti estesa dalle attuali scelte tra emissioni obbligazionarie, mutui Cassa Depositi e Prestiti e mutui presso altri intermediari finanziari ad altre modalità di finanziamento, quali il ricorso a mercati finanziari internazionali o i prestiti infragruppo, ossia il ricorso a risorse finanziarie provenienti da imprese pubbliche locali partecipate.

Aree di attività da sviluppare in parallelo fanno riferimento al gruppo pubblico comunale; dalla valutazione delle implicazioni finanziarie collegate alla **dismissione di partecipazioni azionarie**, numerose e di consistente rilevanza nelle Province e nei Comuni di grandi dimensioni, al consolidamento delle partecipazioni esistenti, ai **conferimenti in conto capitale** alle aziende speciali, alle Istituzioni ed alle Fondazioni.

La programmazione e gestione finanziaria integrata a livello di gruppo pubblico comunale vede insieme al cash management ricordato in precedenza ed alla area di **Merger & acquisition pubblico** verso *utilities*, istituzioni e fondazioni anche la possibilità di realizzare **operazioni**

in pool tra Ente Locale, imprese pubbliche ed aziende, dalle emissioni obbligazionarie alla finanza di progetto ad operazioni sui derivati (si veda capitolo 9).

Un altro importante possibile riferimento è rappresentato dalla funzione finanziaria nelle aziende ed organizzazioni no profit.

A differenza del mondo delle imprese nelle organizzazioni no profit la funzione finanza si caratterizza in questa fase per una evoluzione dalla attività caratterizzante di *fund raising* verso una attività più complessiva di *fund management*.

Da sempre la raccolta fondi costituisce infatti una priorità per le aziende no profit, che si sono impegnate nella raccolta fondi a sostegno dei loro progetti di intervento e direttamente presso il pubblico (le campagne di sensibilizzazione aperte) (Melandri Masacci 2000 Zamagni 2002) e presso i donatori istituzionali.

Tra questi ultimi possiamo includere nei differenti contesti o le agenzie internazionali (ad esempio le agenzie del sistema delle Nazioni Unite), le organizzazioni sovranazionali (si pensi alla Unione Europea), le grandi Fondazioni di tipo grants nei paesi anglosassoni (solo per citare la *Ford Foundation* o la più recente Fondazione promossa da B. Gates) e nel caso italiano le Fondazioni bancarie<sup>4</sup>. Evidente è il legame, nel *fund raising* istituzionale, tra formulazione e messa in atto di progetti, coerenti con la mission dei donatori, ed ottenimento dei fondi.

Gli Enti Locali, che peraltro competono ormai con le organizzazioni no profit sul terreno delle sponsorizzazioni, si sono misurati solo in misura marginale sul terreno del *fund raising* rivolto al pubblico, mentre come è intuibile, sempre più si stanno interessando al fund raising istituzionale.

Esempio significativo a questo proposito è la presentazione di progetti alla Unione Europea, in particolare sui fondi settoriali (cultura, ambiente, socioassistenziali), che vedono in molti casi vere e proprie partnership tra gli Enti Locali e le stesse aziende no profit.

Con il passaggio ad una funzione di **fund management** si vuole descrivere una maggiore attenzione e del management delle organizzazioni no profit a variabili quali:

- la scelta del mix tra le diverse fonti di finanziamento (trasferimenti dal settore pubblico, progetti dai donatori istituzionali, offerta diretta di servizi, *fund raising* aperto presso il pubblico);
- la gestione della liquidità e l'attenuazione degli squilibri di cassa a breve; infatti le aziende no profit sono spesso strette tra la forbice formata da uscite di cassa a scadenze rigide e vincolate ed entrate di cassa con andamento irregolare;
- le modalità di finanziamento degli investimenti;
- le scelte di impiego delle risorse finanziarie; in particolare l'orientamento a privilegiare in via esclusiva i fondi etici;
- i rapporti con gli intermediari finanziari ed il crescente utilizzo di intermediari specializzati come la Banca etica.

Fondi etici ed instaurazione di nuove relazioni con il sistema bancario, sempre nella logica della creazione di valore tra cliente e fornitore sono normalmente definiti come **finanza etica**.

4. Per un quadro di sintesi sulla funzione finanziaria si veda Melandri V. Masacci *A Fund raising per le organizzazioni no profit* Il Sole 24 Ore 2000 e Zamagni S. (a cura di) *Il no profit italiano al bivio* EGEA 2002.

Molteplici sono le indicazioni e gli spunti che possono essere tratti dal fund management negli Enti Locali, in particolar modo per quanto riguarda la gestione finanziaria a breve.

In primo luogo gli Enti Locali possono pensare ad una gestione in partnership con le stesse aziende no profit delle attività di sponsorizzazione e soprattutto del fund raising.

A questo proposito è opportuno segnalare che in alcuni settori di intervento come quello educativo e quello socioassistenziale, Enti Locali e le loro agenzie/società operative stanno pensando ad una effettiva partnership con il settore no profit.

Tra le esperienze più significative si ricorda nel settore culturale le best practice segnalate da Federculture ([www.federculture.it](http://www.federculture.it)) nelle due iniziative premiali 2001 e 2002 Premio cultura di gestione e Reggio Children del Comune di Reggio Emilia.

Altri due ambiti significativi sono l'attenuazione della vulnerabilità finanziaria, dato che gli Enti Locali condividono spesso con le aziende no profit lo sfasamento tra flussi di cassa e flussi di cassa in entrata irregolari ed il ricorso ai donatori istituzionali. Una area prospettica di estremo interesse, su cui si stanno muovendo anche le aziende sanitarie pubbliche, è rappresentata dai **titoli di solidarietà**, ossia le emissioni obbligazionarie di tipo etico, che godono di benefici fiscali e che potrebbero vedere una attivazione coordinata tra Comuni e le stesse aziende no profit in campi di intervento come quello socioassistenziale.

Infine ultimo importante riferimento è rappresentato dalla aree di attività e dalla configurazione assunta dalla funzione finanziaria negli Enti Locali a livello internazionale.

Tra le numerosissime esperienze vanno almeno segnalate:

- l'esperienza di ricorso alle formule di cofinanziamento pubblico privato dei progetti di investimento, che hanno caratterizzato durante tutti gli anni 90 il governo locale nel Regno Unito, con una evoluzione degli schemi più tradizionali e classici di finanza di progetto (la *Private Finance initiative*) fino alla relativamente recente *Public private partnership*, che vede un riesame critico delle esperienze di finanza di progetto e soprattutto dello sfasamento tra risultati attesi e risultati effettivamente conseguiti<sup>5</sup>;
- le emissioni obbligazionarie dei governi statali e locali statunitensi e delle diverse agenzie (sovramunicipali e locali) ossia i **municipal bond**, di tipo generale (GOB) e legati a specifici progetti (revenue bond). Queste emissioni obbligazionarie hanno assunto progressivamente modalità sempre più sofisticate fino agli e-bonds che sono stati lanciati nella fase di espansione della new economy e che hanno visto come best practice nazionale, premiata nella edizione 1999 di *Innovation in government*, promossa dalla Kennedy School of government e dalla Ford Foundation l'emissione direttamente sul web della Città di Pittsburgh (PA).
- L'esperienza degli Enti Locali francesi che forti di una consistente autonomia tributaria, del tutto simile peraltro a quella presente nei paesi anglosassoni, avevano evidenziato alla fine degli anni '80, con il supporto di centri di consulenza istituzionali, possibili aree di competenza per lo sviluppo della funzione finanziaria all'inter-

5. Si rinvia a questo proposito all'approfondimento sulla finanza di progetto; si preferisce segnalare i numerosi articoli contenuti nella rivista **Public money and management**.

no delle amministrazioni pubbliche. Queste aree di competenza sono state inserite per la prima volta in un quadro organico di offerta di assistenza e consulenza alle collettività locali nel 1988 da *Marianne Finance*, una delle società di consulenza ed intermediazione finanziaria, che faceva parte all'epoca del network di società di servizi dedicato al settore pubblico locale, creato da *Credit Locale de France* e da altre istituzioni finanziarie (Rebora Meneguzzo 1990).

Il ruolo pilota della esperienza francese ha consentito di godere di un consistente vantaggio competitivo testimoniato ora dal ruolo giocato da Dexia Crediop (partecipata da, Credit Locale de France) nel mercato dei finanziamenti agli Enti Locali a livello continentale.

Tra le aree di competenza suggerite più di dieci anni fa, come componenti essenziali per lo sviluppo della programmazione e gestione finanziaria negli Enti Locali, vanno sicuramente menzionate la diagnostica e l'audit finanziario, le politiche di *cash management* e *capital budgeting* dell'Ente Locale, le simulazioni finanziarie per valutare l'impatto dei diversi progetti di investimento, la programmazione finanziaria pluriennale, le valutazioni di politiche fiscali alternative (imposte dirette ed indirette).

A queste vanno aggiunte altre aree di rilevante importanza quali:

- il supporto per operazioni di finanza di progetto e la verifica finanziaria di formule miste di cofinanziamento pubblico e privato;
- la gestione di tesoreria e le simulazioni annuali e pluriennali di cash flow;
- la gestione dell'indebitamento, ossia la ristrutturazione dell'indebitamento a medio lungo termine (riduzione dei tassi passivi, attenuazione del rischio di cambio) e la messa in opera di una strategia per la gestione del debito (rinegoziazione, estinzione anticipata, ri-schedulazione);
- modalità innovative di finanziamento quali swap, linee di credito con opzioni multiple, crediti pluriennali, basate sulla organizzazione di consorzi.

Le esperienze in atto in Province e Comuni (ed in misura minore ma sempre presenti nelle Comunità Montane e nei Consorzi tra gli Enti Locali), le indicazioni e gli spunti rielaborati attraverso una analisi ed un confronto sulle caratteristiche della funzione Finanza nelle imprese private e nelle aziende ed organizzazioni no profit e la valutazioni delle esperienze in atto a livello internazionale, consentono di individuare i possibili pacchetti di attività che potranno caratterizzare la funzione di programmazione e gestione finanziaria negli Enti Locali.

I diversi pacchetti presentati nella figura 1.4 costituiscono la naturale evoluzione di un modello di articolazione della funzione Finanza elaborato all'inizio degli anni '90, che vedeva la articolazione della funzione su tre principali blocchi.

Il primo era rappresentato dalle **strategie finanziarie centralizzate**, a livello dell'intero Ente Locale focalizzate sulle politiche finanziarie per il gruppo pubblico comunale (conferimenti, acquisizioni, dismissioni) e sulla attenuazione della vulnerabilità finanziaria. La elevata dipendenza dai trasferimenti statali e regionali e la ridotta autonomia tributaria rendeva infatti in quel periodo gli Enti Locali particolarmente fragili sotto il profilo finanziario, con rischi evidenti di tensioni di cassa, dovuti a mancati e/o a ritardati trasferimenti.

La manovra di attenuazione della vulnerabilità si basava sul rafforzamento della capacità di contrattazione e negoziazione con i livelli istituzionali che trasferivano i fondi (Stato, Regioni) e sulla messa in atto di politiche di leva finanziaria.

Così veniva definita l'attivazione dei **generatori di cassa**, ossia di aree di attività o il ricorso a fonti straordinarie di finanziamento della gestione corrente (sponsorizzazioni, donazioni, fund raising istituzionale) in grado di ammortizzare ed attenuare le tensioni di liquidità.

I generatori di cassa (Rebora Meneguzzo 1990) rappresentano la traduzione nel contesto della pubblica amministrazione locale del nostro paese delle **strategie piggybacking**, ossia potenziare aree di attività collaterali che finanziano le attività *core* o caratteristiche, che da sempre costituiscono asse portante della strategia finanziaria delle organizzazioni no profit nel contesto statunitense.

Un secondo blocco è **rappresentato dalle strategie finanziarie per le diverse funzioni/settori di intervento** dell'Ente Locale; a questo blocco possono essere ricondotti l'introduzione di modalità innovative di finanziamento degli investimenti nei diversi settori, da emissioni obbligazionarie di tipo PAYG (*pay as you go*), i cui rimborsi sono collegati alla gestione della nuova infrastruttura, alla finanza di progetto ed alle varie tipologie di partnership pubblico-privata, al leasing immobiliare ed alle operazioni di sale & lease back, alle formule di project leasing e di project bonds, alla creazione di fondi immobiliari ed alla stessa cartolarizzazione immobiliare.

Sempre in questo blocco venivano inserite le modalità non ordinarie di acquisizione di risorse finanziarie per la gestione corrente, dalle donazioni, alla ricerca di sponsorizzazioni e laddove possibile, al *fund raising* presso i donatori istituzionali.

Infine il terzo blocco includeva le attività a **supporto della realizzazione delle strategie finanziarie**, dalla gestione dei crediti verso terzi, siano essi altri livelli istituzionali di governo (Regioni, Amministrazione centrale, altre aziende ed agenzie pubbliche), singoli cittadini/utenti o imprese alla adozione degli strumenti del factoring ed alla cartolarizzazione dei crediti.

Altre attività di supporto riguardavano la gestione attiva della liquidità, il cash management, la programmazione finanziaria a medio lungo ed a breve periodo, la formulazioni e la gestione dei budget di cassa.

L'evoluzione della configurazione per macro blocchi è come anticipato contenuta nella figura 1.4 che presenta i diversi pacchetti di attività della funzione Finanza.

La presentazione dei pacchetti inizia dalla diagnostica o meglio dall'audit della situazione finanziaria; l'Ente Locale, sia esso Comune e/o Provincia, deve costantemente monitorare attraverso le tecniche di *cash budgeting* l'andamento dei flussi finanziari in entrata ed uscita, verificare la presenza di surplus e di deficit di cassa, prevedere i fabbisogni futuri attraverso la programmazione finanziaria.

**Figura 1.4 Le aree di attività della funzione Finanza**



Tratto da Meneguzzo M. Laboratorio Finanza innovativa Università Roma Tor Vergata 2003

Oltre una valenza interna la diagnostica della situazione finanziaria ha un forte rilievo esterno in quanto consente di mettere a disposizione in modo tempestivo ed esauriente le informazioni necessarie per la formulazione di giudizi di *rating* da parte delle società specializzate. Nelle 52 (marzo 2003) valutazioni di rating per Enti Locali (comprendendo oltre a Comuni e Province anche le Regioni) le società specializzate hanno dovuto, in assenza di una prassi consolidata di audit e monitoraggio sui flussi finanziari, ricostruire ex novo la situazione, sostituendo o integrando in modo significativo l'attività svolta dai Settori/servizi Economico finanziari operanti all'interno dei singoli i Enti.

Altri pacchetti di attività riguardano la programmazione e la simulazione sulle conseguenze di politiche alternative di manovra sulle entrate proprie degli Enti Locali, dalle politiche tariffarie alle politiche fiscali e tributarie.

Questi due pacchetti verranno affiancati in futuro da pacchetti di

attività collegati alla valorizzazione ed alle alternative di mantenimento /dismissione degli *asset patrimoniali* degli Enti Locali.

La finanza di gruppo pubblico comunale rappresenta un pacchetto di attività di grandi potenzialità, nelle ipotesi per ora ancora lontane, di una gestione coordinata della liquidità attiva e dei rapporti di Tesoreria a livello di gruppo e di una realizzazione in pool di operazioni di finanza di progetto o di emissioni obbligazionarie. In entrambi i casi, dal cash management di gruppo alle operazioni in pool, requisito base ed essenziale è il rafforzamento del ruolo di coordinamento strategico del Comune capofila.

Per ora la finanza di gruppo pubblico comunale è limitata alle operazioni di **Merger & Acquisition** dell'Ente Locale capofila; dalle dismissioni di partecipazioni e di quote azionarie nelle imprese pubbliche locali, alla trasformazione delle aziende speciali in società di capitali, alla fusione di società nella prospettiva di creazione di *multiutilities locali* o di *multiutilities a livello infraregionale*, ai conferimenti ed ai trasferimenti ai fondi di dotazione delle società di capitali, delle Istituzioni e delle Fondazioni collegate.

Nella attuale situazione di forte incertezza del mercato azionario questo pacchetto di attività è destinato ad incontrare difficoltà, come peraltro testimoniano le scelte fatte da alcuni grandi Comuni di posticipare l'ingresso sui mercati azionari delle loro società collegate; a queste difficoltà si affiancano interessanti opportunità, come le ipotesi di **cartolarizzazione delle partecipazioni azionarie pubbliche** che viene studiata in alcune realtà prime tra tutte la Provincia di Pisa.

Nel pacchetto delle modalità innovative di finanziamento degli investimenti sono incluse innanzitutto le valutazioni di convenienza economico finanziaria e di fattibilità giuridico istituzionale e organizzativo manageriale delle diverse alternative, l'individuazione delle caratteristiche e dei margini di manovra delle possibili soluzioni (emissioni obbligazionarie, differenti tipologie di indebitamento a medio lungo termine, leasing immobiliare), la sperimentazione di modalità di cofinanziamento pubblico privato, for profit e no profit ed in alcuni casi pubblico-pubblico.

Nel pacchetto di programmazione finanziaria sono incluse le tecniche previsionali, il raccordo tra i diversi strumenti di programmazione dal piano finanziario, al budget finanziario ed al budget di tesoreria, il collegamento tra programmazione a medio lungo ed a breve, logiche e strumenti di capital budgeting.

Sempre maggiore interesse viene associato dagli Enti Locali alla rinegoziazione dell'indebitamento a medio lungo termine, attraverso le manovre sui tassi di interesse in essere o la immediata rinegoziazione sui tassi, la rischedulazione ed in alcuni casi l'allungamento della durata del debito, il ricorso agli strumenti derivati (swap, opzioni, futuri). Sempre a questo pacchetto di attività vanno ricondotti la introduzione di modalità innovative di indebitamento, come *floating rate notes*<sup>6</sup> (si vedano a titolo di esempio le operazioni messe in atto

6. Sulla operazione floating rate notes (FRN), titoli mobiliari al tasso di interesse indicizzato, si veda Salvi 1997 "Floating rate notes": una introduzione SDA BOCCONI.

dalla Regione Sicilia e dalla Regione Toscana) e le operazioni “ombrello” sui mercati finanziari internazionali (MTN) condotte dalla Regione Lazio e dal Comune di Firenze.

Infine la gamma dei possibili pacchetti di attività viene completata dalla gestione attiva della liquidità; le logiche di *cash management* non vengono però estese a tutta la liquidità dell’Ente Locale, ma soltanto alla liquidità fuori dal sistema della Tesoreria unica.

I diversi pacchetti di attività costituiscono la rosa delle possibili alternative di intervento aperte agli Enti Locali; saranno poi i Comuni delle diverse dimensioni e le Province a decidere partendo dalle proprie strategie di intervento e dalle proprie specificità decisionali, organizzative, gestionali ed economico finanziarie a selezionare i pacchetti di attività su cui concentrarsi.

## 1.2 I possibili assetti organizzativi per la messa in atto e lo sviluppo della funzione finanza

Una volta individuati i diversi pacchetti di attività spetta ai singoli Enti decidere con quali modalità, con quali risorse ed in che tempi muoversi per sviluppare la funzione Finanza.

Numerosi sono i fattori che influenzano nelle singole realtà le scelte di progettazione organizzativa e di successiva messa in atto delle funzioni Finanza; si è quindi ritenuto opportuno individuare nella successiva figura 1.5 i fattori critici di successo, che verranno presentati.

Importante è sicuramente la consapevolezza diffusa tra gli amministratori (Sindaco/Presidente, Assessori/Giunta, Consiglio, Commissioni consultive), tra i ruoli di vertice ed i ruoli direzionali e tra gli stessi operatori sulla rilevanza che dovrà assumere la finanza per le future strategie di sviluppo dell'Ente Locale.

**Figura 1.5 I fattori critici di successo per lo sviluppo della funzione Finanza**



Tratto da Meneguzzo M. Laboratorio Finanza innovativa Università Roma Tor Vergata 2003

La consapevolezza va accompagnata da precise scelte organizzative che portano ad individuare uno specifico il presidio organizzativo della funzione Finanza e soprattutto il fabbisogno di professionalità e competenze necessario.

Adeguate o per contro sommarie ed imprecise attribuzioni di responsabilità organizzative sulla funzione Finanza sono determinanti per capire i percorsi di sviluppo futuro o i possibili insuccessi e fallimenti.

Cruciale sul tema del presidio organizzativo è la delimitazione dei confini con le altre aree di attività caratteristiche presenti all'interno dei Settori/servizi Economico finanziari.

La funzione Finanza dovrà acquisire una propria identità rispetto

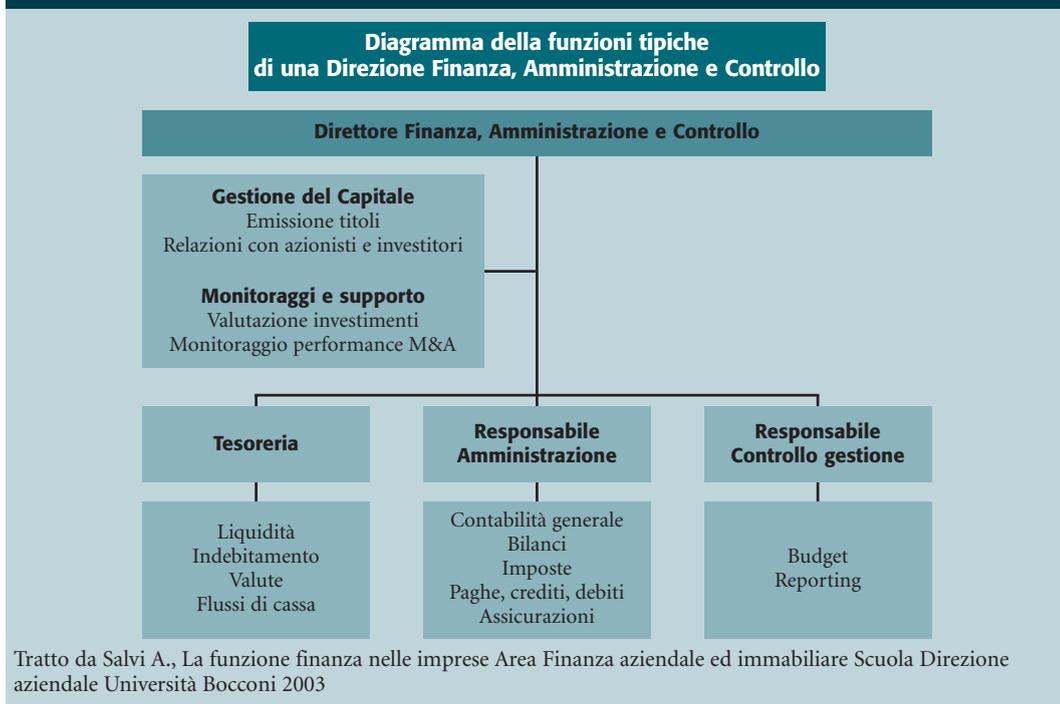
alle attività di formulazione dei bilanci previsionali e consuntivi ed alla connessa gestione attraverso la contabilità finanziaria; la stessa identità dovrà essere affermata e consolidata anche nei confronti delle attività collegate al controllo di gestione, dalla individuazione dei centri di responsabilità, ai sistemi di budgeting, alla contabilità direzionali, ai sistemi di reporting ed alla contabilità economica.

Gli Enti Locali dovranno percorrere la strada già intrapresa, oltre che da alcune esperienze pilota che hanno come vedremo, attivato unità operative ad hoc sulla funzione Finanza, dal Comune di Reggio Emilia, ai Comuni come Genova, Firenze e recentemente Roma, dalle imprese for profit e dalle organizzazioni no profit.

Come mostra la successiva figura 1.6 le imprese hanno distinto tra pacchetti di attività più strategici, direttamente in staff alla Direzione quali la comunicazione finanziaria e le relazioni con azionisti, la gestione del capitale, l'emissione dei titoli, il monitoraggio della liquidità e la programmazione finanziaria, le operazioni di Merger & Acquisition.

In linea operativa hanno inserito l'amministrazione, il controllo di gestione e la tesoreria, focalizzata sulla gestione della liquidità e sulle politiche di indebitamento.

**Figura 1.6 Funzioni tipiche della Direzione Finanza, Amministrazione e Controllo nelle imprese**



Negli Enti Locali come i Comuni di medio grandi dimensioni e le Province orientate a consolidare la funzione Finanza in una duplice prospettiva, interna e di centro di consulenza esterno, occorrerà deli-

mitare bene i confini della all'interno dei Settori economico finanziario, valutando la opzione di prevedere staff specializzati su pacchetti di attività "critici, quali ad esempio la finanza di gruppo pubblico comunale, a diretto affiancamento dei vertici direzionali dell'Ente Locale.

Un secondo rilevante fattore che può giocare un ruolo di acceleratore nello sviluppo della funzione di programmazione e gestione delle risorse finanziarie è rappresentato dalla creazione e soprattutto diffusione della conoscenza, delle competenze e delle prassi operative a livello dell'intero sistema della pubblica amministrazione locale.

In questa prospettiva vanno sicuramente inseriti l'attivazione di veri e propri sistemi di *KM-knowledge management* e gestione della conoscenza sul tema della funzione finanziaria, sistemi di KM che come è stato precedentemente anticipato rappresentano una tra le tre principali politiche di sostegno di Cantieri.

Numerose possono essere le componenti dei sistemi di KM, tra queste possiamo ricordare:

- i circuiti di creazione e diffusione della conoscenza a livello istituzionale, attivati dalle Associazioni nazionali; dalle Commissioni bilancio e finanza dell'UPI e della ANCI, ai tavoli di lavoro tecnico istituiti dalle ANCI regionali, tra cui quello della Lombardia, agli eventi sulle tematiche della programmazione e gestione finanziaria promossi dalle associazioni (ANCI, Lega delle autonomie);
- altri circuiti, sempre a livello istituzionale, che diventano momento di raccordo tra le organizzazioni pubbliche, nella loro veste di clienti di servizi finanziari e gli intermediari finanziari, visti come fornitori di consulenza e servizi finanziari: esperienza più interessante che è richiamata all'interno del capitolo 10 è quella del tavolo di lavoro tecnico ANCI ABI, che vede presenti circa 20 Istituti di credito e che ha individuato come tematiche chiave le **aperture di credito, le operazioni in pool, la tesoreria e la gestione della liquidità fuori Tesoreria unica;**
- lo stesso Laboratorio Finanza innovativa che diventa momento di raccolta e coordinamento delle diverse esperienze sviluppate nelle Comunità tematiche attivate a livello nazionale con l'obiettivo di diventare ponte con le Università e i centri di ricerca che nelle diverse realtà locali si occupano della programmazione e gestione delle risorse finanziarie;
- le reti miste professionali ed istituzionali che combinano i circuiti istituzionali con quelli professionali; è questo il caso del progetto MEFIN (mercato e prodotti finanziari per gli Enti Locali) [www.mefin.org](http://www.mefin.org) progetto promosso dall'ANCI e dall'UPI della Regione Emilia Romagna al fine di creare "le condizioni per un migliore utilizzo dei nuovi prodotti finanziari che sono presenti sul mercato e per gestire al meglio la finanza degli Enti". MEFIN ha visto come project manager, il Comune e la amministrazione provinciale di Rimini che hanno raccolto le informazioni provenienti dagli Enti Locali, disegnato e gestito il sito web e soprattutto-

to messo in atto prime modalità di confronto sulle condizioni offerte dal mercato finanziario al fine di rendere agevole la valutazione da parte dei clienti pubblici e di stimolare gli intermediari finanziari a comportamenti sempre più competitivi.

## Il progetto Mefin

Tra i casi più interessanti di network finanziari sino ad ora attivati nel contesto italiano, vi è senza dubbio il Progetto Me.Fin (mercati e prodotti finanziari per gli enti locali), progetto condotto congiuntamente da ANCI e UPI Emilia Romagna.

Il progetto Me.Fin ha come obiettivo principale la predisposizione e creazione delle migliori condizioni possibili per l'utilizzo dei nuovi prodotti finanziari e più in generale per una gestione più efficiente ed efficace della finanza negli Enti Locali. Naturalmente, coerentemente ai vincoli legislativi esistenti, la convenzione serve in preparazione delle procedure negoziali. Una volta definite le condizioni, le singole aziende composte pubbliche procedono, sempre che gli stessi lo ritengano opportuno, alle singole operazioni.

Il network in questione ha il vantaggio di avvalersi di una struttura professionale più specializzata ed esperta rispetto a quelle possedute dai Comuni di piccola e media dimensione, che opera per conto degli Enti deleganti, secondo quanto previsto dall'articolo 30 del decreto legislativo n° 267 del 2000.

Tra i diversi benefici che possono essere riportati vi è sicuramente l'opportunità di adattamento e di apprendimento rispetto agli altri partecipanti della rete e congiuntamente di sviluppo di nuove competenze ed attività (utilizzo di strumenti finanziari nuovi).

Inoltre la formazione del Me.Fin. ha portato all'acquisizione di risorse materiali ed immateriali (consulenza e finanziamenti privati) ed una migliore utilizzazione delle risorse materiali a disposizione.

Gli aspetti certamente più interessanti del problema, però attengono alla suddivisione dei costi di progettazione e realizzazione delle nuove attività e la suddivisione dei rischi derivanti dall'implementazione di nuove attività.

Rispetto ai rapporti con l'ambiente il Me.fin ha permesso di migliorare le relazioni con l'ambiente di riferimento (pubbliche amministrazioni locali vicine e istituzioni finanziarie interessate), una maggiore capacità di produrre innovazione (utilizzo di strumenti derivati) e l'acquisizione di maggiore influenza nell'ambiente (maggiore potere contrattuale).

In generale, per quanto attiene alle capacità di governo delle pubbliche amministrazioni coinvolte nel progetto Me.fin, ha permesso senza dubbio di ricavare una maggiore capacità di rispondere ai cambiamenti ambientali (scarsità di capitali e trasferimenti alla pubblica amministrazione), una migliore capacità di risolvere i problemi complessi e di prevenire il sorgere di quelli futuri e più in generale un incremento della specialità di specializzazione o di diversificazione.

Il ricorso al network, ha anche il vantaggio di rendere più semplice il perseguimento e la realizzazione di sinergie e di miglioramento della soddisfazione dei dipendenti e dei lavoratori (nel caso del progetto Me.fin infatti i dirigenti dell'ufficio finanziario sono stati utilizzati per attività interessanti e ad alto profilo). Infine vi è un miglioramento della capacità di rispondere in tempo utile ai cambiamenti nei bisogni e nella domanda.

Il caso Me.Fin in conclusione dimostra come sia possibile utilizzare vantaggiosamente e concretamente il modello a rete nelle funzioni finanziarie delle pubbliche amministrazioni, al fine di far fronte alla riduzione dei trasferimenti, al fabbisogno crescente di risorse finanziarie da dedicare agli investimenti, alla necessità di miglioramento della gestione finanziaria, alla produzione e condivisione di migliori conoscenze in merito ai fatti finanziari dell'azienda. Infine il caso si dimostra interessante, soprattutto per il fatto che rappresenta una forma di collaborazione tra enti territoriali di limitate dimensioni, che può essere estesa in molti altri settori e può trovare ampia applicazione anche per altri enti.

Numerose sono le aree di sviluppo del sistema di *knowledge management* sulla finanza innovativa; in primo luogo si può pensare alla attivazione e di circuiti di raccordo istituzionale e di comunità tematiche per altre tipologie di aziende ed amministrazioni pubbliche, particolarmente interessate agli strumenti di finanza innovativa, dalle stesse aziende sanitarie ed ospedaliere, che hanno già aperto una significativa riflessione su finanza di progetto e cartolarizzazione immobiliare, alle aziende di edilizia residenziale pubbliche, alle stesse Università ed alle aziende regionali per il diritto allo studio.

Un'altra pista da percorrere è quella del rafforzamento dei circuiti istituzionali visti come momento di confronto tra i clienti pubblici, i regolatori del settore pubblico, come il Ministero della Economia e Finanze ed il Ministero dell'Interno, le associazioni di categoria e gli intermediari finanziari.

Questi circuiti istituzionali "misti" potranno essere aperti ai centri di ricerca e di produzione del sapere e della conoscenza, come le Università, nella loro duplice configurazione di clienti e centro di produzione del *know how*, ed altre associazioni, dai tavoli di lavoro tecnici delle Regioni, che assumono anch'esse un duplice ruolo di clienti e di regolatori, fino alle associazioni (si veda [www.confservizi.net](http://www.confservizi.net)) delle imprese pubbliche locali e delle aziende speciali.

Un terzo fattore destinato ad assumere un ruolo sempre più importante è rappresentato dalla maggiore consapevolezza sulla rilevanza del cliente amministrazione pubblica locale presso gli intermediari finanziari e soprattutto l'attivazione di nuove relazioni, nella prospettiva di creazione di valore pubblico, tra lo stesso sistema bancario e le amministrazioni locali (si veda le considerazioni di De Fabritiis nel capitolo 9).

Ultimo rilevante fattore è rappresentato dalla conoscenza dei *tools* (**tecniche e strumenti**) di finanza innovativa, conoscenza che va intesa come attenzione non semplicemente alle caratteristiche tecniche ma alle condizioni applicative degli strumenti stessi e soprattutto ai risultati ottenuti nelle diverse tipologie di amministrazioni locali.

Una volta ricostruito il quadro dei fattori critici occorre analizzare e discutere le modalità concrete attraverso cui progettare e soprattutto mettere in atto la funzione Finanza.

Punto di partenza è la individuazione dei pacchetti di attività che dovranno costituire il nucleo forte su cui sviluppare la funzione stessa.

Ogni Ente in funzione dei propri orientamenti strategici, formalizzati e non formalizzati, del proprio assetto organizzativo, delle politiche di bilancio, degli asset patrimoniali a disposizione, della situazione economico finanziaria e del fabbisogno di investimenti dovrà decidere, partendo da una check list di riferimento, i pacchetti caratterizzanti.

Nella tabella 1.2 viene presentato un possibile esempio di check

list, collegato ad alcuni criteri di scelta che possono aiutare i singoli Enti Locali nella individuazione delle aree di attività.

Oltre ai pacchetti più consolidati, come l'audit e la diagnostica, la finanza di progetto, la cartolarizzazione dei crediti ed immobiliare, la rinegoziazione del debito, la gestione della liquidità ed il *liability management*, le emissioni obbligazionarie e la valorizzazione del patrimonio sono stati inseriti altri pacchetti più "atipici" a cui può essere affidato un ruolo di generatori di cassa per la gestione corrente.

E' questo il caso della raccolta fondi, che come prima richiamato può essere attivata nei settori di intervento socioassistenziale, educativo e culturale in modo coordinato con le organizzazioni no profit, donazioni e sponsorizzazioni, il leasing finanziario, operativo ed immobiliare ed il factoring.

Il ricorso ai fondi comunitari, siano essi fondi strutturali collegati ai tre obiettivi di Agenda 2000 o fondi settoriali, può essere visto come generatore di cassa; infatti questi fondi al pari dei fondi provenienti da operazioni di *fund raising*, possono essere visti come contributo per progetti di sviluppo, a livello di gestione corrente e, parzialmente, di gestione per investimenti.

La check list serve per identificare i pacchetti prioritari; come evidenziano i box relativi a tre delle Comunità tematiche, attivate all'interno del Laboratorio Finanza innovativa, le priorità variano in modo rilevante tra Comune e Comune, che pur presentano caratteristiche simili sotto il profilo dimensionale e delle risorse finanziarie gestite e che sono collocati in contesti territoriali simili ed omogenei sotto il profilo demografico, sociale ed economico.

Nella selezione dei pacchetti possono essere utilizzati anche altri due criteri presentati nella tabella 1.2; in primo luogo la scelta di un pacchetto può essere fatta in funzione della presenza di esperienze in atto presso altri Enti Locali, esperienze da cui trarre sicuramente indicazioni operative e prassi di comportamento.

In secondo luogo si può decidere di attivare in via prioritaria uno o l'altro pacchetto in funzione di *know how* e competenze disponibili presso gli intermediari finanziari; infatti gli Enti Locali potrebbero decidere di muoversi inizialmente sui pacchetti di attività più consolidati, quali le emissioni obbligazionarie e la rinegoziazione del debito, su cui come accennato inizialmente, sono diverse e numerose le esperienze in atto e su cui è ormai sedimentato un considerevole *know how* presso il sistema bancario.

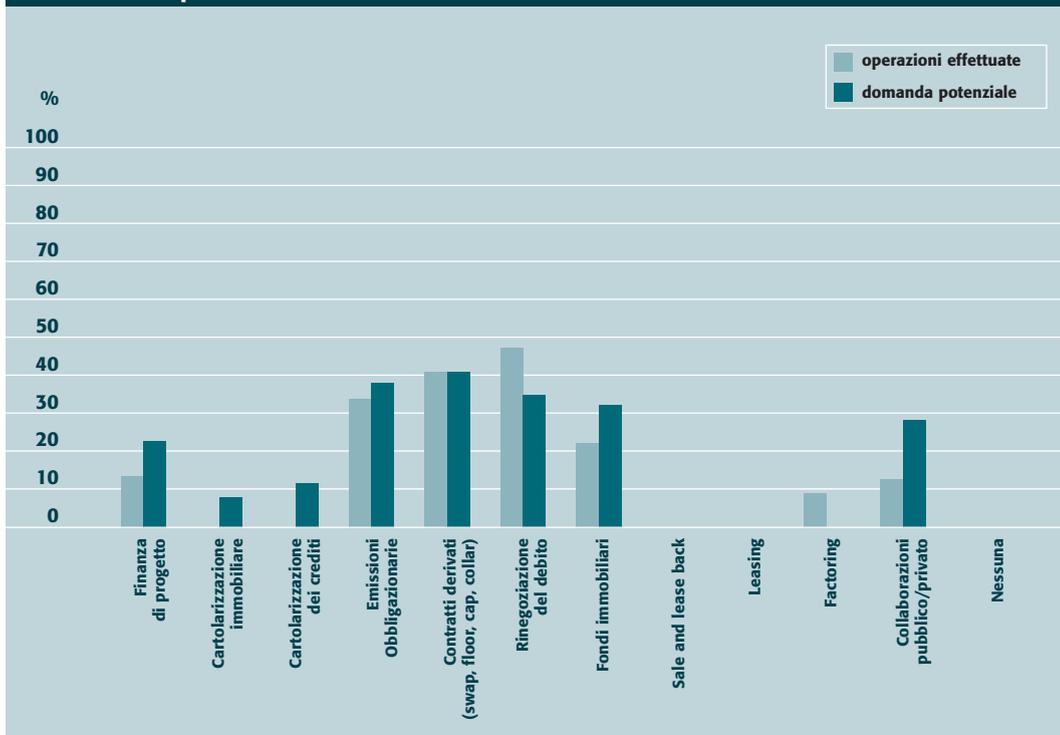
**Tabella 1.2 Una possibile check list per la selezione dei pacchetti di attività**

<b>Pacchetti attività</b>	<b>Da sviluppare in via prioritaria</b>	<b>Esistenza esperienze altri EL</b>	<b>Presenza know how presso intermediari finanziari</b>
Diagnostica audit finanziario			
Audit finanziario supporto rating			
Simulazione politiche tariffarie			
Simulazione politiche tributarie			
Project finance finanza progetto			
Leasing finanziario operativo immobiliare			
Confinanziamento pubblico fondi UE			
Gestione liquidità			
Gestione crediti factoring			
Cartolarizzazione crediti			
Cartolarizzazione immobiliare			
Debito			
Donazioni e fund raising			
Emissioni obbligazionarie			
Valorizzazione patrimonio			

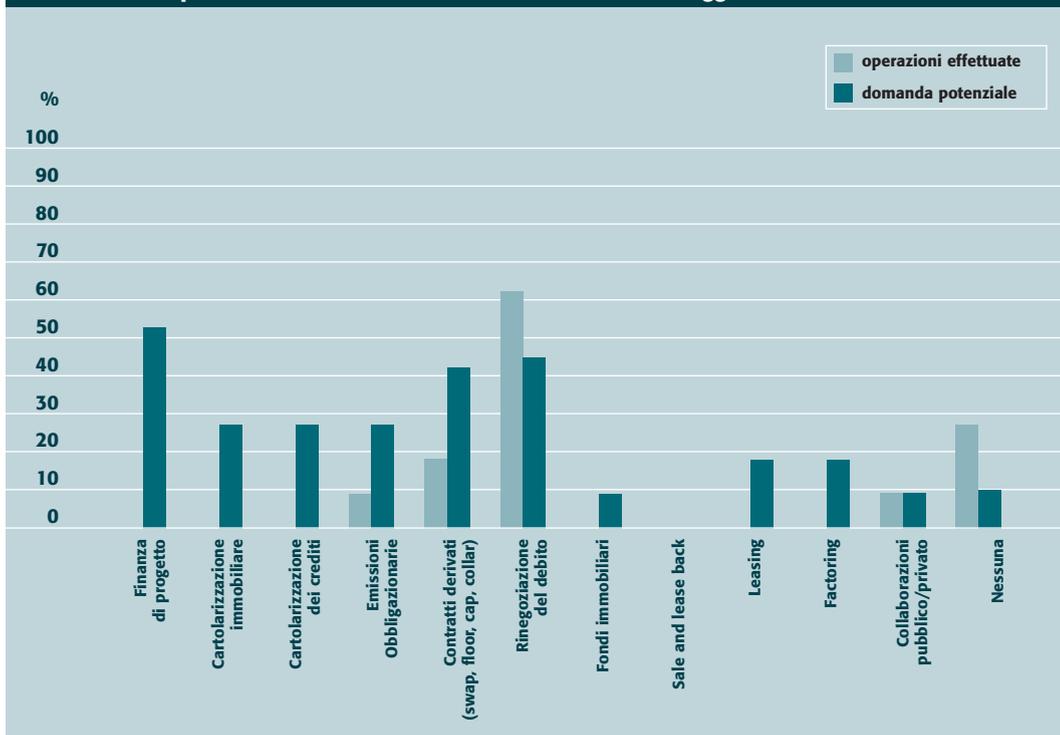
Tratto da Meneguzzo M. Laboratorio Finanza innovativa Università Roma Tor Vergata 2003

Nei grafici seguenti sono stati sintetizzati, in termini percentuali, i risultati dei questionari somministrati ai Comuni che hanno aderito al Laboratorio sulla Finanza Innovativa. In particolare si è voluto analizzare quali siano stati gli strumenti di Finanza Innovativa utilizzati sino ad oggi, dalle Amministrazioni Locali, e quali siano quelli che interessano più in prospettiva per un possibile utilizzo futuro.

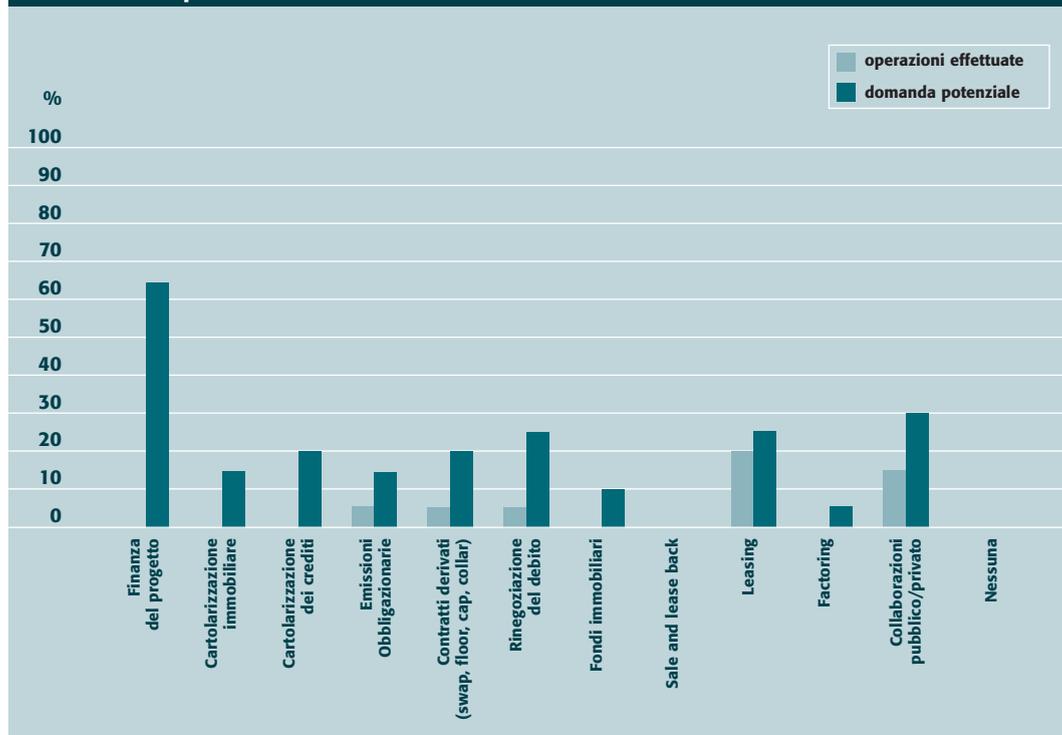
**Grafico 1 Comunità tematica Comuni della Provincia di Mantova**  
Le operazioni di finanza innovativa



**Grafico 2 Comunità tematica Sud di Roma**  
Le operazioni di finanza innovativa attuate sino ad oggi



**Grafico 3 Comunità tematica Comuni della Provincia di Catania  
Le operazioni di finanza innovativa**



Una volta identificati i pacchetti di attività prioritari occorre definire con precisione il fabbisogno di professionalità, competenze, sistemi operativi e software applicativo necessario per la loro attivazione completa.

Poi vanno individuate le possibili soluzioni organizzative che possono essere messe in campo per sviluppare la funzione Finanza.

In questa prospettiva possono essere suggerite sei possibili configurazioni organizzative, che sono in ordine:

1. l'attivazione di un Settore/servizio Finanza ad hoc; è questo il caso dei Comuni di medie grandi dimensioni, come Genova, Firenze e Roma e delle stesse Provincie che intendono giocare un ruolo di consulenza tecnica ed assistenza nei confronti degli Enti Locali. La soluzione di Servizio ad hoc è stata peraltro seguita anche da best practice a livello di Comuni di medie-grandi dimensioni, come nel caso di Reggio Emilia che stanno svolgendo sempre funzione di centro servizio;
2. l'ampliamento delle attività svolte nei Settori/servizi Economico Finanziari; questa soluzione non prevede la creazione di nuove unità quanto piuttosto l'estensione della missione caratteristica dei Settori economico finanziari, basata su contabilità finanziaria ed economica e su contabilità direzionale e controllo di gestione.

Questa soluzione è sicuramente preferibile nelle fasi iniziali di sviluppo delle funzioni Finanza ed è sicuramente meno traumatica rispetto alle culture amministrative e gestionali dominanti negli Enti Locali;

3. la creazione di una UO direttamente in staff ai vertici direzionali dell'Ente Locale (Direttore generale, Segretario generale) a cui affidare alcuni pacchetti di attività più significativi, dai rapporti con gli *advisors* nei casi di emissioni obbligazionarie e di operazioni sui derivati, alla attivazione dei fondi comunitari, alla richiesta di rating;
4. la costituzione di *task forces* intersettoriali che vedono presenti operatori dei settori/servizi economico finanziari, del Patrimonio, dell'area legale - Contratti, dei Servizi tecnici per le modalità di finanziamento dei investimenti infrastrutturali e tecnologici e per il ricorso alla finanza di progetto;
5. l'affidamento in Convenzione ad un altro Ente Locale, che può essere alternativamente o la Provincia, che attiva un proprio Settore economico finanziario o un Comune di medie grandi dimensioni (è il modello del Comune di Reggio Emilia presentato nel capitolo IX);
6. l'attivazione di un sistema a rete che vede forme di cooperazione interistituzionale tra i diversi Comuni, che prevedono che ogni Comune si specializzi su pacchetti di attività della funzione Finanza, diventando così centro servizi per gli altri Comuni; questo modello, meglio della Convenzione, permette lo sviluppo graduale di competenze presso i diversi Comuni.

Non si ritiene per ora percorribile, anche se indubbiamente costituisce ambito sicuramente interessante, l'esternalizzazione della funzione Finanza, secondo logiche di **contracting out**, ossia prevedendo il ricorso ad una società di consulenza e/o revisione e/o direttamente ad un intermediario finanziario.

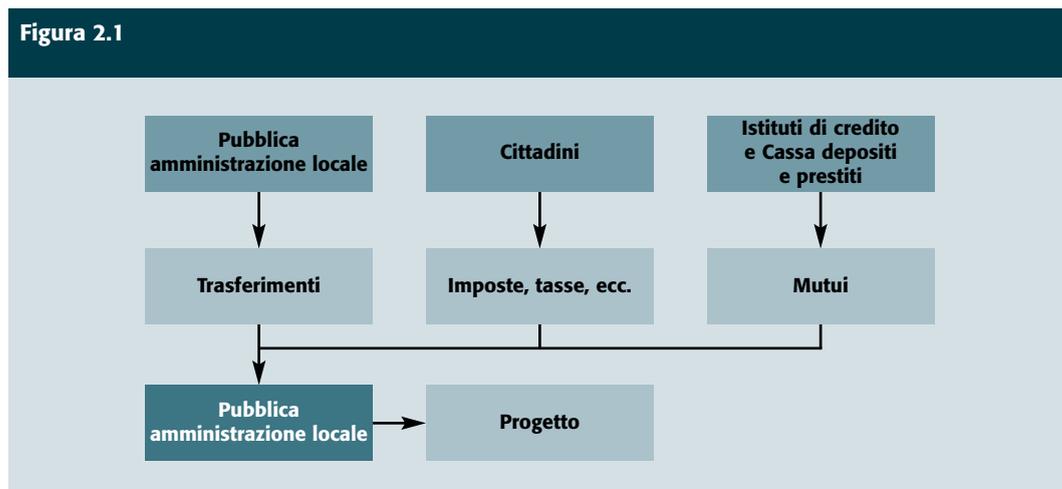
## 2. Strategie di finanziamento nelle amministrazioni pubbliche

### 2.1 Introduzione

Tradizionalmente, il finanziamento degli investimenti nelle pubbliche amministrazioni<sup>1</sup> è avvenuto ricorrendo a fonti interne proprie delle amministrazioni (entrate tributarie, entrate extratributarie ed entrate da trasferimenti correnti), cui si aggiungevano, qualora le stesse non si dimostravano sufficienti, risorse raccolte presso il sistema degli istituti di credito ed intermediari specializzati (entrate da accensione prestiti), vedi figura 2.1.

L'attività connessa al finanziamento degli investimenti era pertanto limitata e non richiedeva particolari competenze, dovendosi per lo più verificare l'esistenza di risorse proprie o derivante da trasferimenti da dedicare alle spese in conto capitale e ricorrere alla stipulazione, laddove necessaria, dei mutui.

Figura 2.1



1. Sul tema del finanziamento degli investimenti si vedano anche: Carnevale R., Il finanziamento degli enti locali: specificità, rischi e garanzie, Banche e banchieri,

Iceb, Milano, n. 4, 1999, pagg. 320-338; D'Aristotile E., Finanziamento e contabilizzazione delle spese per progettazione di opere pubbliche, Azienditalia,

Ipsa, Milano, n. 9, 1998, pagg. 59-92; Falcone G., Il finanziamento delle infrastrutture pubbliche: dal fondo perduto al credito di investimento, Mondo Bancario, Futura 2000,

Roma, n. 1, 1996, pagg. 39-41; Nicoletti G., Il finanziamento degli investimenti nelle aziende speciali, Azienditalia, Ipsa, Milano, n. 12, 1996, pagg. 910-914; Passacantando

F., Finanziamento delle opere infrastrutturali: ruolo ed orientamento della Banca Mondiale, Rassegna Economica, n. 2, 1999, pagg. 285-295; Salvi A., Finanziamento degli investimenti pubblici, Contabilità: finanza e controllo, Il sole 24 ore, Milano, n. 12, 1999, pagg. 1159-1171.

2. Cfr. Di Falco G. Salvi A., L'euro nell'amministrazione dell'azienda, atti del convegno svoltosi a Torino, 11-12 Dicembre 1998, pag. 270.

3. Cfr. Zucchella A., Progetti di investimento ed innovazione strategica, organizzativa e finanziaria, Giuffrè, Milano, capitolo 1 e 2.

4. Tale fase, in Italia inizia con la Legge n. 403 del 1990 che abolisce per le amministrazioni pubbliche l'obbligo di ottenimento della preventiva dichiarazione di indisponibilità da parte della Cassa Depositi e Prestiti, per il ricorso a prestiti bancari, e pone dunque fine ad un'epoca contrassegnata dal finanziamento pubblico degli investimenti locali. In tal modo, il finanziamento privato cessa di rappresentare un intervento di natura residuale rispetto alle altre forme di finanziamento e l'Ente Locale acquisisce maggiore flessibilità nella definizione delle sue strategie finanziarie sempre nell'ambito del rispetto di un complesso sistema di vincoli, improntati all'esigenza di contenere entro limiti fisiologici l'onere di rimborso.

Il cambiamento che si è verificato negli ultimi anni a livello istituzionale, il mutamento del sistema di finanziamento, la riduzione delle risorse finanziarie destinate agli investimenti, l'esigenza di risanamento e molti altri fattori hanno contribuito a modificare questa situazione di fatto, rendendo necessaria una migliore preparazione sulle possibilità e sulle strategie di investimento-finanziamento.

“In tale contesto, aumenta la rilevanza di una finanza strategica che sostenga il raggiungimento degli obiettivi aziendali e l'individuazione delle risorse disponibili per finanziare investimenti in grado di innalzare i livelli di competitività reale”<sup>2</sup>. Specialmente per le pubbliche amministrazioni di ridotte dimensioni, decisioni affrettate, imprudenti e non sufficientemente ponderate, possono comportare seri problemi finanziari, che hanno un effetto negativo sul livello dei tributi e delle tariffe che l'azienda deve riscuotere. Stante questa considerazione, diviene pertanto fondamentale per il servizio finanziario disporre di conoscenze e competenze adeguate in merito alla tematica del finanziamento degli investimenti nelle pubbliche amministrazioni e temi correlati (strumenti utilizzabili, struttura ottimale di indebitamento, gestione del debito, ecc.). Le pubbliche amministrazioni possono, infatti, cambiare strategie di finanziamento dei loro investimenti, da una parte cercando un concorso di capitali privati nella realizzazione delle opere pubbliche (finanza di progetto), dall'altra accedendo direttamente al mercato dei capitali (obbligazioni, cartolarizzazione, fondi immobiliari, ecc).

Obiettivo di questo capitolo sarà allora porre l'accento su alcune tematiche di rilievo riguardanti gli investimenti pubblici, suggerendo le possibili alternative d'azione per le pubbliche amministrazioni. A tal fine saranno evidenziati i differenti approcci che possono essere adottati per il finanziamento delle spese in conto capitale, le implicazioni di ciascun approccio sull'azienda, e il ruolo del servizio finanziario nel processo di investimento.

## 2.2 Il finanziamento degli investimenti ed i fattori di cambiamento

Il finanziamento degli investimenti pubblici, ha subito nell'ultimo periodo, un rapido processo di trasformazione ed evoluzione, frutto del mutato contesto e delle mutate esigenze delle pubbliche amministrazioni.

Le pubbliche amministrazioni che tendono a muoversi secondo nuove forme di risposta ai problemi finanziari derivanti dagli investimenti, sono in continua crescita; fanno un crescente ricorso, oltre che a risorse private nel finanziamento delle opere pubbliche, a nuove tecniche e strumenti *tailor made*, ossia adattate alle specifiche esigenze.

E' possibile distinguere tre fasi principali che hanno portato a questo processo graduale di evoluzione e di maturazione delle strategie di finanziamento degli investimenti<sup>3</sup>:

- una fase iniziale<sup>4</sup>, nella quale l'interlocutore principale era costi-



6. Si veda su tale punto Blasi M., Santaniello L., La valutazione degli investimenti negli enti pubblici, in Amministrazione e Finanza, n. 8, 1994.

7. Per tali opere, si mette in dubbio il ruolo della pubblica amministrazione, che non è più quello di finanziatore e gestore di servizi pubblici, altrimenti non realizzati dalla collettività a causa di esternalità, fallimenti di mercato, asimmetrie informative, ma di investitore privato, che opera secondo il principio della massimizzazione della redditività del capitale.

8. Si veda su tale punto Blasi M., Santaniello L., La valutazione degli investimenti negli enti pubblici, in Amministrazione e Finanza, Ipsoa, Assago, n. 8, 1994, pag. 428-436.

9. Per strategie finanziarie si intende “il complesso delle decisioni di investimento-finanziamento e di dividendo considerate nelle loro reciproche connessioni e nelle loro ripercussioni sull’assetto economico-finanziario complessivo”. Cfr. Falini A., La strategia economico-finanziaria degli enti locali, Guerini Associati, Milano, 2000, pag. 54.

10. Cfr. Epstein M.R., Rattigan T.A., Il metodo PAYG (*pay as you go*) e il lancio di un prestito obbligazionario: una panoramica dei metodi per il finanziamento delle opere pubbliche, Problemi di amministrazione pubblica, n. 1, 1992 ma si veda anche Coe C., op. cit., pagg. 162-163 e Petersen J.E., Strachota D.R., Local government finance, Government Finance Officers Association, Chicago,

Al momento attuale, al tradizionale approccio al finanziamento degli investimenti, si è affiancato un secondo approccio di derivazione aziendale privata, applicabile a quegli investimenti volti a realizzare servizi pubblici “a carattere imprenditoriale”<sup>6</sup>, il quale vede nei ricavi<sup>7</sup>, la fonte principale di copertura degli investimenti e che fa ampio utilizzo di tecniche e metodologie proprie della finanza di impresa. Nel nuovo contesto, le decisioni di investimento si basano nella maggior parte dei casi sul *pricing* del servizio che si intende produrre, sui flussi di risorse potenzialmente ricavabili e più in generale, quanto analizzato dalle valutazioni economico-finanziarie dei progetti. Ovviamente il giudizio di validità di un investimento viene operato<sup>8</sup> anche in base alla rispondenza del progetto ai bisogni dei cittadini, sia nel caso l’investimento abbia un ritorno economico (in questo caso la remunerazione del capitale ed il rimborso dei prestiti dipende dalla domanda) sia nel caso vi fosse principalmente un ritorno sociale (in questo caso il consenso è la condizione necessaria per adottare le decisioni di indebitamento e le strategie di imposizione fiscale e tariffazione dei servizi).

### 2.3 Le strategie di finanziamento

Gli amministratori pubblici ed i dirigenti dei servizi finanziari hanno il compito di individuare le più opportune strategie<sup>9</sup> di finanziamento dei loro investimenti, ossia le strategie che consentono di ottenere il più basso costo delle risorse finanziarie, date le esigenze aziendali, le mutevoli condizioni dei mercati finanziari ed i vincoli fissati dalla legge. Il costo delle risorse deve qui intendersi come prezzo dello strumento o della tecnica, nel caso di fonti esterne alla pubblica amministrazione e costo opportunità nel caso di risorse finanziarie proprie della pubblica amministrazione.

La scelta più generale che si pone per le pubbliche amministrazioni a livello di strategia di finanziamento riguarda la possibilità di ricorrere all’indebitamento raffrontata ad una strategia *pay as you go*<sup>10</sup> (d’ora in poi *PAYG*), ossia finanziare l’investimento con entrate dell’anno in corso (ad esempio aumentando il livello di un’imposta), ed eventualmente con riserve. Solitamente nessuna delle due strategie è intrinsecamente migliore dell’altra ed una decisione prudente dovrebbe spingere gli amministratori a combinare i due approcci. In molti casi però la scelta delle amministrazioni pubbliche è vincolata dal loro bilancio e questo li spinge spesso a preferire l’indebitamento.

Tramite la strategia *PAYG*, le pubbliche amministrazioni coprono il costo degli investimenti attingendo alle disponibilità di cassa, ovvero alle entrate correnti ed alle riserve. Il presupposto della strategia *PAYG* è costituito dal fatto che il costo totale del finanziamento con debito, è superiore al costo totale del finanziamento con risorse proprie utilizzate nel periodo di costruzione e realizzazione dell’investimento.

Vi sono alcuni vantaggi nell'usare l'opzione *PAYG*. Ad esempio i risparmi in termini di interessi realizzati dall'assenza di debito, possono essere utilizzati per aumentare il servizio o ridurre il livello dei tributi imposti. L'uso delle risorse correnti per investimenti in conto capitale, implica poi che nel bilancio annuale non vi siano risorse annuali destinate al servizio del debito, originando una maggiore flessibilità di manovra. Più in generale, limitando il ricorso all'indebitamento si conserva la capacità di ricorso ai mercati finanziari dell'azienda e si migliora il proprio giudizio di merito del credito (*rating*), abbassando perciò i costi per interessi quando il ricorso all'indebitamento si presenti come l'unica opzione perseguibile.

Inoltre un argomento per utilizzare l'opzione *PAYG* potrebbe essere rappresentato dalla volontà di lasciare una "eredità" o patrimonio<sup>11</sup>, un investimento già pagato alle generazioni future di cittadini. Da non trascurare infine è un vantaggio che attiene alla dimensione di *accountability* dell'azienda rispetto agli stessi cittadini. L'approccio *PAYG* permette, infatti di individuare chiaramente le conseguenze di una decisione di investimento sul livello di tassazione della comunità. In questo modo le spese possono essere percepite in maniera immediata dai contribuenti e dalla comunità, ed il collegamento tra responsabilità e finalità della spesa ed impatto sui cittadini è chiaro ed immediato.

Naturalmente, l'utilizzo della strategia *PAYG* è soggetta anche a degli svantaggi o caratteristiche negative, che fanno di contro propendere la scelta dell'azienda per l'opzione dell'indebitamento. Innanzitutto, la convenienza della strategia *PAYG* deve essere verificata soprattutto allorché vi sia un tasso inflazione elevato. Tale metodo allunga poi i tempi di realizzazione dei progetti, con una perdita di valore sociale non trascurabile. Se è vero poi che l'approccio *PAYG* permette di risparmiare i costi determinati dell'indebitamento, anche l'autofinanziamento ha un costo, tipicamente un costo opportunità, che può avere riflessi negativi anche più gravi dei semplici costi derivanti dall'indebitamento. Spesso si ricorre al finanziamento degli investimenti tramite indebitamento poiché è impossibile disporre di risorse sufficienti a far fronte al fabbisogno finanziario derivante dall'investimento.

In linea di principio, ricorrere all'indebitamento non porta conseguenze di per sé negative, l'utilizzo sconsigliato che se ne fa talvolta, crea però diversi problemi a livello aziendale e a livello macroeconomico. La strategia di indebitamento può essere la più efficace nel caso in cui si voglia finanziare servizi od investimenti generatori di entrate. In questo caso l'opzione di indebitamento consente di ottenere i capitali necessari che saranno poi ripagati con le entrate derivanti dalla vendita del servizio o del bene pubblico. Più in generale, i cittadini non sono molto disposti a pagare maggiori tributi per finanziare la realizzazione di un nuovo servizio. La strategia di indebitamento, sotto questo punto di vista è vantaggiosa, considerato che la stessa genera capitale politico. Secondo le teorie del filone di ricerca delle

Illinois, 1997, pagg. 269-271.

11. Naturalmente si può interpretare tale caratteristica anche in maniera negativa: le spese in conto capitale che si originano dagli investimenti sono pagate solo dalla generazione attuale, mentre le future generazioni di contribuenti beneficerebbero di infrastrutture od investimenti che non hanno avuto per loro alcun costo. Ma in tal modo la generazione presente starebbe sussidiando quella successiva, senza particolari motivi.

scelte pubbliche, infatti i politici cercano di massimizzare con le loro decisioni la probabilità di essere rieletti, e l'utilizzo del debito<sup>12</sup> per il finanziamento degli investimenti permette di aumentare tale "capitale politico", in quanto sostanzialmente, almeno nel breve periodo non ha un costo politico, al contrario della strategia del *PAYG*. In ragione di ciò si spiegano i limiti all'indebitamento che molti Stati pongono alle pubbliche amministrazioni locali. Con l'opzione di indebitamento inoltre si verifica una situazione di equità ed efficienza. Infatti data la vita utile dell'investimento coloro che beneficeranno saranno anche chiamati a contribuire ai costi del servizio nel corso del tempo, in considerazione anche della mobilità delle persone da una città all'altra. E' bene, comunque, ricordare che nell'immediato i benefici maggiori ricadono sull'amministrazione in carica e le decisioni di indebitamento hanno delle ripercussioni sull'ente e sull'amministrazione aumentando la rigidità di bilancio.

Concretamente, considerazioni pragmatiche guidano la scelta della modalità di finanziamento: se la necessità di risorse per investimento è ricorrente e di dimensione ridotta, oppure se gli investimenti hanno durata ridotta, la tendenza è allora quella di finanziare il tutto con entrate correnti. Di contro, laddove i fabbisogni finanziari siano più consistenti, sono straordinari e le opere da realizzare hanno una vita maggiore, solitamente si ricorre al debito. In molti casi, poi si ricorre ad una combinazione dei due approcci, utilizzando sia risorse correnti, sia risorse provenienti da indebitamento.

Occorre infine considerare che oltre alle due strategie o approcci al finanziamento esaminati, vi è per le pubbliche amministrazioni un'altra strategia di finanziamento che è alla base anche di operazioni di finanza di progetto o di tipo *financially free standing*: il *pay as you use (PAYU)*. In sostanza tale approccio riprende lo schema di base del *PAYU*, ma in questo il pagamento dell'investimento non avviene più al momento dell'acquisizione come previsto dalla strategia *PAYU*, bensì al momento dell'utilizzo. L'approccio *PAYU* consiste in un modello in cui il rimborso del debito avviene con risorse finanziarie riscosse dagli utenti dei servizi finanziati. Tale strategia può essere utilizzata allorché la pubblica amministrazione non disponga di una adeguata capacità di pagamento dell'investimento con entrate correnti per far fronte ai consistenti fabbisogni di capitale richiesti dai progetti pubblici e non voglia innalzare il livello delle proprie tariffe o dei propri tributi o il proprio livello di indebitamento. E' molto più semplice e vantaggioso dal punto di vista del consenso politico richiedere, nel corso della vita del servizio o dell'infrastruttura il pagamento al cittadino, come contropartita del beneficio da esso generato, rispetto ad un innalzamento della pressione fiscale della pubblica amministrazione (vedi figura 2.3).

12. L'utilizzo del capitale di debito per il finanziamento delle attività e degli investimenti dell'azienda composta pubblica ha un basso costo sia in termini economici che in termini di consenso per le amministrazioni in carica. Far ricorso a finanziamenti di terzi non ha gli stessi effetti sul consenso dei cittadini che può avere la decisione di incrementare di una certa percentuale la pressione fiscale. Inoltre, tale fonte ha un basso costo per l'amministrazione in carica considerato che il prezzo del finanziamento, gli interessi, saranno ripagati soprattutto dalle amministrazioni successive.

**Figura 2.3**



Nel caso di adozione di strategie *PAYU* è possibile pensare anche ad un coinvolgimento dei privati, non solo nella realizzazione delle opere pubbliche, ma anche nel finanziamento delle stesse. Le risorse finanziarie dei privati possono intervenire come fonte finanziaria a costo zero (donazione<sup>13</sup> e sponsorizzazione) o possono essere utilizzate come forma di cofinanziamento in operazioni di finanza di progetto o nelle collaborazioni gestionali in sanità.

La strategia di coinvolgimento del capitale privato negli investimenti pubblici, permette di raggiungere diversi obiettivi e presenta alcune caratteristiche positive. Il finanziamento privato, permette ad esempio di ovviare agli attuali vincoli di bilancio ed ai problemi causati dall'elevato livello di pressione fiscale, risolvendo i problemi di riduzione dei trasferimenti destinati alle spese in conto capitale. A ciò si aggiunge che il finanziamento da parte dei privati di opere pubbliche, permette di snellire i compiti della pubblica amministrazione, focalizzando gli stessi soltanto sul *core business*. Il finanziamento con risorse finanziarie pubbliche avverrebbe dunque solo per quelle infrastrutture e per quei servizi che per loro natura presentano un elevato rendimento sociale per i cittadini e basso rendimento economico per gli investitori.

L'investimento diretto rappresenta il livello più alto del coinvolgimento dei privati nell'offerta dei servizi pubblici. Con il finanziamento privato, l'infrastruttura sebbene sia definibile comunque pubblica per il ruolo che riveste nell'ambito del contesto economico e sociale, diventa di proprietà privata. La stessa infrastruttura può poi essere noleggiata ad una pubblica amministrazione, gestita direttamente per conto di una pubblica amministrazione, o infine donata quale adem-

13. Un caso interessante in tal senso ha coinvolto il comune di Reggio Emilia. Il comune di Reggio Emilia, ritenendo che per soddisfare uno specifico bisogno della collettività, quale la costruzione di un nuovo impianto sportivo calcistico adeguato alle esigenze di sicurezza e capienza, ha agito da pioniere dando vita ad un particolare accordo. In concreto si tratta di una convenzione, giuridicamente inquadrabile come un contratto atipico, in cui la pubblica amministrazione avrebbe scelto i tempi e i modi di realizzazione dell'opera, pianificando e attuando il nucleo centrale dell'inseadimento. La realizzazione dell'opera sarebbe poi avvenuta a spese di una società immobiliare (appositamente costituita su iniziativa della A.C. REGGINA SPA). Come corrispettivo dell'attività di pianificazione dell'attività di pianificazione urbanistica generale e della realizzazione e

pimento dei requisiti imposti ai costruttori dalla pubblica amministrazione stessa (ad esempio nel caso di *impact fees* americane). La pubblica amministrazione può dunque scegliere di affidare al settore privato, l'espletamento di alcune delle proprie funzioni, sia per carenza di fondi sia perché tali funzioni vengono più efficacemente svolte dal settore privato<sup>14</sup>.

E' evidente che il coinvolgimento delle risorse private in investimenti pubblici passa attraverso un processo di creazione delle condizioni giuridiche, istituzionali e culturali adatte a favorire la collaborazione tra pubblico e privato. Inoltre il ricorrere al finanziamento privato per opere pubbliche dà luogo a tutta una serie di svantaggi legati alla perdita di controllo dell'opera o del servizio realizzato.

Le fonti cui tradizionalmente la pubblica amministrazione ricorre per i propri investimenti sono quelle elencate nell'art. 42 del D.Lgs. 77/95, ora art. 199 del Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267:

- entrate correnti destinate per legge agli investimenti;
- avanzi di bilancio, costituiti da eccedenze di entrate correnti rispetto alle spese correnti aumentate delle quote capitali di ammortamento dei prestiti;
- entrate derivanti dall'alienazione di beni e diritti patrimoniali, riscossioni di crediti, proventi da concessioni edilizie e relative sanzioni;
- 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;
- avanzo di amministrazione, nelle forme disciplinate dall'articolo 187;
- mutui passivi;

All'interno di tali fonti può essere operata una distinzione tra fonti interne (entrate correnti, entrate da alienazioni immobili, ecc.) e fonti esterne (mutui, trasferimenti, ecc.).

Tra le entrate correnti vincolate le più importanti sono sicuramente quelle da concessione edilizia. Ma vi sono anche altre entrate destinate per legge agli investimenti, vedi figura 2.4.

gestione delle opere di urbanizzazione, la proprietà del nuovo impianto sportivo, unitamente all'area di sedime, sarebbe passata gratuitamente all'amministrazione dopo un congruo periodo (fissato in 50 anni) di utilizzo del manufatto da parte della società Mirabello SPA. L'amministrazione avrebbe ottenuto una struttura privata idonea per la collettività e la società calcistica l'oggetto economico della propria iniziativa, sfruttando l'area e il manufatto per il periodo stabilito. Cfr. Varini M. Impianto sportivo realizzato con devoluzione al comune: il caso di Reggio Emilia, *Azienditalia Finanza & Tributi*, n. 20, 2000.

14. Le esperienze più comuni riguardano la raccolta di rifiuti domestici, la gestione di parchi pubblici, piscine, la pulizia di edifici, la pulizia delle strade, la gestione delle case di riposo per anziani, la gestione delle refezioni scolastiche, servizi di autobus locali, servizi di vigili del fuoco, ecc. Nel comune di San Diego, negli anni '80 il Comune inoltre riuscì a promuovere la realizzazione di infrastrutture concedendo le concessioni edilizie e di sviluppo in cambio della fornitura di acqua, fognature e costruzione di strade da parte dei costruttori privati.

**Figura 2.4**

<b>Entrate vincolate</b>	<b>Destinazione</b>	<b>Riferimento</b>
<b>Proventi da concessione edilizie</b>	Opere di urbanizzazione primaria e secondaria nell'ambito del territorio comunale, per il risanamento di complessi edilizi compresi nei centri storici, per l'acquisizione di aree da espropriare per la realizzazione dei P.P.A. ed in parte minore anche per spese di manutenzione del patrimonio comunale	Art. 12 Legge 28.1.1996 n. 10 ed art. 16 bis della Legge 9.8.1986 n. 488
<b>Canoni di fognatura e depurazione</b>	Ammodernamento e manutenzione straordinaria degli impianti di depurazione	Art. 14 Legge n. 36/1994
<b>Proventi di sanzioni amministrative</b>	Miglioramento della circolazione sulle strade, potenziamento e miglioramento della segnaletica stradale, redazione dei piani urbani del traffico e fornitura dei mezzi tecnici necessari per i servizi di polizia stradale	Art. 208 codice della strada (D.Lgs. 285/92)
<b>Indennità risarcitoria per opere abusive</b>	Salvaguardia e recupero ambientale del territorio	Decreto Ministero beni culturali ed ambientali del 26.09.1997
<b>Proventi della concessione dei parcheggi</b>	Installazione, costruzione e gestione di parcheggi in superficie, sopraelevati o sotterranei, laddove residuali le stesse sono destinate al miglioramento della mobilità urbana	Art. 7 comma 7 del codice della strada (D.Lgs. 285/92)
<b>Contributo per l'utilizzo delle risorse geotermiche</b>	Produzione di energia elettrica	Legge n. 896 del 1996
<b>Imposta sulla pubblicità sugli ascensori</b>	Interventi volti al superamento e all'eliminazione delle barriere architettoniche negli edifici pubblici	Legge n. 235 del 1993

Altre fonti di rilevante dimensione utilizzate per il finanziamento degli investimenti, sono costituite dalla cessione dei beni patrimoniali in ragione del consistente patrimonio che spesso hanno molte aziende pubbliche e congiuntamente ad esse i proventi da concessioni edilizie<sup>15</sup> che solitamente costituiscono in tutti i Paesi una fonte finanziaria continua e regolare. Sulle entrate patrimoniali, occorre notare come le stesse costituiscano una valida soluzione per il finanziamento degli investimenti, considerato che non aumentano la rigidità di bilancio dell'azienda. Tuttavia le stesse sono fonti finanziarie difficilmente ripetibili che possono essere utilizzate solo in maniera straordinaria.

Le fonti di finanziamento esterne tradizionali, assumono la classica forma del mutuo bancario o con la Cassa Depositi e Prestiti. A tale

15. Secondo la Legge n. 10 del 1977, i proventi da concessioni edilizie rappresentano risorse vincolate al finanziamento di opere di urbanizzazione primaria e secondaria, all'acquisizione di aree da espropriare per l'attuazione di programmi pluriennali e al risanamento dei complessi edilizi nei centri storici.

forma di finanziamento, occorre aggiungere per alcune tipologie di opere anche sponsorizzazione e donazioni.

Nelle fonti di finanziamento esterne (intese in questo caso come derivanti da altre pubbliche amministrazioni) rientrano anche i trasferimenti operati dai livelli superiori di amministrazione per la realizzazione di dati obiettivi: trasferimenti in conto capitale vincolati e fondi strutturali comunitari<sup>16</sup>.

La possibilità di utilizzo della finanza innovativa e dei nuovi strumenti finanziari è stata sancita dall'evoluzione normativa che hanno subito gli Enti Locali negli ultimi anni.

Il primo articolo che presenta rilievo per il finanziamento innovativo degli investimenti è rappresentato dall'articolo 42, lettera g) del D.Lgs. 77/95, ora art. 199 del Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267. L'articolo in questione, infatti, elenca tra le fonti di finanziamento degli investimenti "altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge", costituendo un primo passo per la necessaria autonomia degli enti locali, nell'utilizzo di nuovi strumenti e tecniche finanziarie. Giova ricordare, inoltre, che l'art. 199 può essere disapplicato dal regolamento di contabilità della pubblica amministrazione, se lo stesso introduce una differente disciplina, ai sensi dell'art. 152, comma 4, dello stesso Testo Unico. Ciò induce a ritenere che ormai gli Enti Locali possono liberamente scegliere le varie opportunità che il mercato mette a disposizione, fermi restando i limiti all'indebitamento ed i controlli interni ed esterni stabiliti per legge.

La Legge Finanziaria 2002 (Legge 28 dicembre 2001, n. 448), all'art. 41 introduce ulteriori elementi di novità nell'ambito del finanziamento innovativo, fra i quali si ricorda:

- il coordinamento dell'accesso al mercato dei capitali da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze;
- la possibilità di contrarre mutui e prestiti obbligazionari di tipo *bullet*;
- l'espressa citazione della possibilità di concludere operazioni di *swap* per l'ammortamento del debito;
- la conversione dei mutui contratti dopo il 31.12.1996 con nuove emissioni di buoni obbligazionari comunali, rinegoziazioni e altre forme che saranno chiarite dalla normativa attuativa.

Ogni strumento di finanziamento e tecnica finanziaria è stato poi oggetto di specifica normativa per gli Enti Locali. Si ricordi ad esempio il processo di evoluzione normativa che hanno subito la finanza di progetto<sup>17</sup> e le emissioni obbligazionarie<sup>18</sup>, oppure la disciplina relativa alla cartolarizzazione<sup>19</sup>, i fondi di investimento immobiliare con apporto pubblico<sup>20</sup>.

Constatata l'evoluzione normativa e gli spazi lasciati aperti dall'autonomia finanziaria delle pubbliche amministrazioni, è ragionevole attendersi un crescente sviluppo degli strumenti e delle tecniche di finanza innovativa. Diviene essenziale pertanto, per gli amministratori pubblici, scegliere lo strumento finanziario più adeguato alle proprie esigenze.

16. Si veda su tale argomento Varotto M., Programmi e risorse comunitarie per gli enti locali dal 2000 al 2006, IPSOA, Milano, 2001.

17. Si veda la Legge 109/94 e le successive modifiche, incluse quelle più recenti avvenute con la Legge 166/2002.

18. Le emissioni obbligatorie per gli Enti Locali sono state introdotte con la Legge 142/90 ma disciplinate con la Legge 724 del 23 dicembre 1994. Sulle emissioni si veda anche il regolamento attuativo disposto con il decreto del Ministro del Tesoro del 29 Gennaio 1996 n. 152, successivamente sostituito dal decreto del Ministro del tesoro 5 Luglio 1996, n. 420.

19. Art. 84 della Legge 27 Dicembre 2002 n. 289.

20. Si veda l'art. 3, comma 111 della Legge 662 del 1996 e la Legge 23 Novembre 2001, n. 410.

## 2.4 La scelta delle modalità di finanziamento

Nella scelta delle modalità di finanziamento, le pubbliche amministrazioni dovrebbero tenere conto di tre fondamentali principi guida:

- **equità intergenerazionale**, in base al quale i soggetti che beneficiano dell'investimento dovrebbero essere anche i soggetti chiamati a ripagare il debito contratto per lo stesso;
- **efficacia**, in base al quale la fonte di finanziamento dovrebbe generare le risorse finanziarie quando le stesse sono necessarie<sup>21</sup>;
- **efficienza**, in base al quale occorre scegliere la migliore soluzione che ottimizza a parità di risultati il costo delle risorse.

La scelta del finanziamento dovrebbe seguire un percorso ideale che non tenga conto solamente degli oneri connessi allo strumento, tecnica o fonte finanziaria, ma anche dei tempi necessari per l'attivazione dell'operazione e la complessità delle procedure in generale. Ogni processo di finanziamento, inizia con l'individuazione dell'opera da finanziare e con la preventiva ricerca e verifica selettiva delle fonti disponibili<sup>22</sup> a cui deve accompagnarsi un'accurata analisi quantitativa e qualitativa riguardante i fabbisogni attuali e prospettici dell'azienda. In tale fase sarà opportuno esaminare il bilancio della pubblica amministrazione ed i connessi vincoli di indebitamento, di patto di stabilità, ecc.

Successivamente si passa alla scelta del finanziamento. Il processo di scelta dello strumento dovrebbe essere più strutturato ed ancorato ad alcuni criteri che possono essere individuati. Tali criteri sono, sostanzialmente simili a quelli determinati dalla dottrina per le aziende private<sup>23</sup>, ma assumono nel caso delle pubbliche amministrazioni diverso valore ed importanza. I criteri determinati dalla dottrina per le aziende private, sono:

1. caratteristiche del mercato finanziario;
2. caratteristiche del fabbisogno e la situazione interna dell'azienda (flessibilità dello strumento);
3. convenienza economica;
4. esigenze di controllo (nel caso di imprese pubbliche);
5. aspetti legati alla complessità delle procedure ed ai tempi di erogazione;
6. vincoli relativi alla disciplina dell'indebitamento.

21. Alcune fonti infatti non sono facilmente attivabili per tutti i tipi di investimenti. Si può pensare ad esempio al ruolo ridotto che possono avere le entrate correnti o gli avanzi di bilancio nel finanziare consistenti fabbisogni di risorse finanziarie generate da investimenti infrastrutturali. In questo caso, il ricorso al debito o la cessione di *asset* patrimoniali rappresentano certamente soluzioni più efficaci del finanziamento tramite entrate correnti. Al contempo però è necessario un consolidamento e potenziamento delle entrate correnti per poter ripagare il debito e per potersi indebitare a tassi più convenienti.

22. Questa fase del processo ha l'obiettivo di verificare l'indebitamento dell'azienda, il superamento di certe soglie di attenzione e l'evoluzione dei principali indici della struttura finanziaria per quanto riguarda la possibilità di ricorrere all'indebitamento. Sempre in questa fase si valutano poi le disponibilità di bilancio e la capacità di finanziare spese di investimento tramite risorse proprie. Inoltre risulta fondamentale l'analisi del grado di elasticità finanziaria, ovvero l'attitudine dell'azienda a

disporre di apprezzabili margini di manovra nella copertura dei fabbisogni finanziari e quindi nelle decisioni di investimento. Si noti che l'elasticità finanziaria dipende dalle riserve dell'azienda, dalla possibilità di contenere, comprimere o smobilizzare alcune tipologie di investimenti, dalla sussistenza di credito, dalla capacità residua di indebitamento, dalla possibilità di ricontrattare i debiti e sostituire i soggetti finanziatori, dalla semplicità delle procedure e dalla tempestività di accesso alle fonti.

23. Occorre considerare nella scelta della fonte anche i vincoli di accesso che possono presentarsi. A tal proposito Guatri L. (Trattato di economia delle aziende e delle amministrazioni pubbliche, Gioffrè, 1982, pagine 87-105), individua tre classi di vincoli principali che operano limitando le molteplici fonti esistenti: a) vincoli di mercato; b) vincoli di rischio; c) vincoli personali. Il primo tipo di vincoli derivano dall'evoluzione dei mercati finanziari e sono a loro volta classificabili in vincolo economico-congiunturali (attengono i meccanismi di incontro della domanda e dell'offerta), vincoli di possesso della

La prima variabile influisce nella scelta del tipo di finanziamento, determinando il costo degli strumenti e delle tecniche utilizzabili, tramite la maggiore o minore liquidità a disposizione del sistema. Le caratteristiche del mercato finanziario possono precludere, inoltre, il ricorso ad alcune forme di finanziamento, anche se la pubblica amministrazione può ricorrere ai mercati internazionali.

Le caratteristiche del fabbisogno, invece nel caso delle pubbliche amministrazioni rappresentano una variabile che non ha un valore analogo a quello delle aziende private. Nelle pubbliche amministrazioni, infatti, è solitamente previsto che le spese in conto capitale debbano essere coperte da entrate in conto capitale o correnti, ma non è prevista la possibilità di coprire con indebitamento spese correnti (in alcuni Paesi o a livello statale ciò però è consentito).

Sulla convenienza economica<sup>24</sup> della fonte di finanziamento, intervengono diverse variabili. Innanzitutto le condizioni prevalenti sul mercato, nel caso di indebitamento, la complessità dello strumento, il numero di soggetti coinvolti, le caratteristiche dello strumento o della tecnica, la struttura finanziaria della pubblica amministrazione<sup>25</sup>, ecc. Anche nel caso in cui si decida di ricorrere ad una strategia *PAYG*, occorre considerare il costo delle risorse (costo opportunità) e la possibilità di utilizzare tali risorse per progetti considerati più strategici.

La convenienza delle diverse fonti in alcuni casi dipende anche dal grado di rischio dell'investimento stesso, e dalla possibilità di fornire garanzie. Inoltre non bisogna nemmeno dimenticare la forza contrattuale della pubblica amministrazione nei confronti degli intermediari finanziari (anche se alcuni parametri per certe forme di finanziamento sono solitamente definiti in leggi statali) che a sua volta dipende da fattori quali la situazione finanziaria dell'azienda, le dimensioni, il rilievo politico, l'autonomia finanziaria ecc. Occorre poi considerare che a differenza delle aziende private, la variabile fiscale per la pubblica amministrazione costituisce un costo. Quindi si rendono necessarie opportune analisi di convenienza, laddove le pubbliche amministrazioni non abbiano regimi tributari agevolati. In concreto la scelta della fonte

provista finanziaria (limitazioni cui sono soggetti gli azionisti) e vincoli istituzionali (inadeguatezza delle istituzioni o delle norme rispetto all'esigenza di canalizzazione del risparmio privato verso gli investimenti). Il secondo tipo di vincoli, quelli di rischio attengono alla possibilità di perdita del capitale oggetto del finanziamento e sono strettamente connessi alle garanzie richieste per la concessione di finanziamenti. Infine i vincoli personali sono tutti quei vincoli che derivano dall'inadeguata competenza delle risorse manageriali in materia di finanza d'azienda.

24. La fase di valutazione del costo dello strumento o della fonte finanziaria, parte dalla conoscenza del profilo monetario che la stessa genera, ossia dalla sequenza di entrate ed uscite finanziarie per l'azienda composta pubblica. Al riguardo deve però essere segnalato come per certe fonti finanziarie il profilo monetario sia solo parzialmente predefinito o addirittura incerto. Solo in certe operazioni, infatti, i flussi monetari nominali sono per l'azienda prenditrice, tendenzialmente certi. Ciò accade soprattutto negli strumenti tradizionali di finanziamento come i mutui o i prestiti obbligazionari a tasso fisso, in cui la misura ed i tempi dei flussi monetari sono definiti nei contratti. In tal caso una volta conosciuto il profilo moneta-

rio, il calcolo del costo effettivo della fonte viene realizzato con apposite formule di matematica finanziaria, come ad esempio il Tasso interno di rendimento. In altri casi il profilo monetario dei debiti è solo parzialmente predefinito, dando luogo ad una situazione in cui la quantificazione dei flussi prospettici relativi all'operazione di finanziamento ed il costo della stessa operazione divengono molto incerti. Si pensi ad esempio ai finanziamenti indicizzati, ai debiti bancari a breve termine con tassi mutevoli, ai finanziamenti in valuta ed altre operazioni in cui una parte più o meno rilevante dei flussi monetari non è esattamente predefinita nell'entità e/o nei tempi di manifestazione.

25. Il costo di una particolare operazione di finanziamento dipende generalmente anche dalle precedenti decisioni finanziarie e dalla struttura finanziaria dell'azienda. E' dunque naturale che un'azienda che abbia accresciuto in maniera rilevante il proprio indebitamento avrà un costo del debito maggiore rispetto ad altre aziende. Alcuni strumenti o fonti, non subiscono però una influenza determinante da parte di tale variabile (sponsorizzazione, cessione immobili, finanza di progetto, ecc.). E' bene dunque valutare anche l'onerosità prospettica del tipo di fonte o dello strumento utilizzato.

ricade nelle strategie di finanziamento aziendali: *PAYG*, *PAYU*, indebitamento, ecc. E' infine necessario evidenziare come in alcuni casi, per le caratteristiche degli strumenti impiegati, sia difficile comparare il costo e la convenienza. In tal caso si può focalizzare l'attenzione su classi di strumenti omogenei che presentino caratteristiche tali da soddisfare bisogni simili.

Sulla quarta variabile individuata dalla dottrina per valutare la fonte di finanziamento più adatta alle esigenze dell'azienda, ovvero l'esigenza di controllo, è possibile far notare come essa sia del tutto assente nel caso delle pubbliche amministrazioni, se si eccettua il caso di imprese pubbliche controllate o dei gruppi pubblici.

Maggiore importanza assumono invece tutti gli aspetti legati alla complessità delle procedure ed ai tempi di erogazione del finanziamento. Procedure complesse per l'accesso o per il montaggio dell'operazione e tempi di erogazione lunghi e non compatibili con il progetto di investimento rappresentano fattori che determinano la preferenza per una tecnica o uno strumento alternativo. Di contro la snellezza procedurale nell'attivazione di una fonte rappresenta un fattore di successo per la diffusione delle diverse forme di finanziamento. Tale fattore è pertanto una delle variabili che deve essere attentamente considerata nel processo di valutazione delle forme di finanziamento.

Infine, uno dei fattori rilevanti nella scelta della fonte di finanziamento è rappresentata per la pubblica amministrazione dai vincoli relativi alla disciplina di indebitamento od utilizzo delle risorse finanziarie con i diversi strumenti di finanza innovativa. Tale variabile assume rispetto alle aziende private, maggiore importanza, perché limita non solo la possibilità di ricorrere ad alcuni strumenti, piuttosto che altri, ma fissa anche delle soglie massime di indebitamento e vincola l'utilizzo di alcune risorse finanziarie al perseguimento di determinati fini. In generale, infatti poiché l'indebitamento pubblico è una variabile che incide sensibilmente sull'economia della nazione ed è una variabile che a livello macroeconomico deve essere tenuta sotto controllo, gli Stati solitamente pongono vincoli specifici e stringenti all'utilizzo dell'indebitamento. Tali limiti riguardano: propositi dell'indebitamento, metodi per ricorrere al debito; ammontare di debito; tasso di interesse; termini temporali del debito; fonti per ripagare il debito; forme e tipologie di debito.

Così ad esempio in Francia, Spagna ed Italia<sup>26</sup> sono previsti vincoli di destinazione ed il ricorso al debito deve sottostare ad alcuni vincoli prudenziali (servizio annuale del debito inferiore ad una data percentuale delle entrate correnti, quale 25% in Italia e Spagna, 50% in Francia)<sup>27</sup>. Limiti esistono anche in paesi come gli Stati Uniti (non si possono emettere obbligazioni per ammontari superiori ad una certa percentuale del patrimonio). Tuttavia esistono anche Paesi con una estrema autonomia dal punto di vista finanziario in cui vi è solo in vincolo di finanziare con l'indebitamento spese di parte corrente. Mentre è condivisibile il vincolo di destinazione delle risorse derivanti dall'indebitamento, tutti gli altri tipi di vincoli comprimono l'auto-

26. In Italia gli Enti Locali non possono contrarre un nuovo debito se l'importo annuale degli interessi, sommato a quello dei mutui precedentemente contratti e quello derivante da garanzie prestate, al netto dei contributi statali e regionali in conto interesse, non supera il 25% delle entrate relative ai primi tre titoli delle entrate del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene deliberata l'assunzione dei mutui. (1° comma dell'articolo 46 del decreto legislativo 77 del 1995).

27. Cfr. Banca Commerciale Italiana, Ufficio studi ed analisi finanziaria, l'economia italiana. Tendenze monetarie, Milano, n. 78, 2000.

nomia dell'ente pubblico e non considerano i molteplici elementi che determinano la struttura finanziaria, e quindi anche l'indebitamento, ottimale di una pubblica amministrazione. E ciò vale anche per i vincoli imposti alle entrate correnti dell'azienda pubblica: in questo modo non è possibile ricorrere alla strategia *PAYG*. Il miglioramento della gestione finanziaria delle aziende pubbliche si realizza dunque anche tramite un processo di ampliamento dell'autonomia finanziaria che consenta alle pubbliche amministrazioni di determinare le proprie entrate tributarie e tariffarie e di scegliere la modalità di finanziamento ritenuta più adeguata alle esigenze dell'azienda ed in linea con quella che viene definita razionalità economica.

## 2.5 Il ruolo del servizio finanziario negli investimenti

Il servizio finanziario ha la funzione<sup>28</sup> di supportare gli amministratori ed i vertici delle pubbliche amministrazioni, nella scelta degli approcci di finanziamento ritenuti più coerenti alla realizzazione delle strategie ed ai bisogni aziendali. Il servizio finanziario svolge, inoltre, un prezioso ruolo di supporto anche ai diversi uffici della pubblica amministrazione impegnati in processi di finanziamento.

Nel primo caso, il servizio finanziario seguirà un processo che porta dapprima ad individuare le diverse opzioni a disposizione della pubblica amministrazione (*PAYG*, *PAYU*, indebitamento, ecc.) e successivamente a valutare il costo complessivo ed impatto finanziario per la pubblica amministrazione delle diverse alternative disponibili.

Nel valutare l'impatto, il servizio finanziario realizzerà diverse simulazioni ed ipotesi di scenario, individuando le ripercussioni di ogni strumento o fonte sulla struttura finanziaria e sul bilancio della pubblica amministrazione. Il responsabile finanziario dovrà, infatti, porre particolare attenzione al rispetto dei diversi vincoli e limiti finanziari cui è soggetta (equilibrio finanziario, patto di stabilità, limiti di indebitamento, ecc.).

Una volta individuate le soluzioni più razionali ed adeguate, le stesse vengono presentate in un piano (Piano di finanziamento degli investimenti) che dovrebbe mostrare in maniera concisa e sintetica i principali dati che servono ai vertici della pubblica amministrazione. Saranno poi gli amministratori a decidere quali siano le strategie finanziarie dell'ente pubblico in tema di investimenti e ad adottare il piano di finanziamento ritenuto più opportuno. L'ultima fase del processo è quella in cui avviene la gestione e l'applicazione del piano, ossia, la fase in cui vengono attivati le diverse fonti finanziarie, conclusi i contratti necessari e gestiti i finanziamenti. Nel caso di indebitamento tramite obbligazioni, mutui, leasing, si tratta di gestire le rate di ammortamento ed i pagamenti alle scadenze previste, più in generale, il servizio finanziario, svolgerà le operazioni connesse e necessarie per la gestione dello strumento o della tecnica di finanziamento utilizzata.

28. Sul ruolo del servizio finanziario si veda Bisio L., Latella G., I nuovi ruoli organizzativi in materia di decisioni di investimento ed assunzione dei relativi mutui, in Pignatti O. (a cura di), Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali, Maggioli, Rimini, 2001.

Tali fasi si ripropongono anche per le singole operazioni di investimento (livello operativo). In questo caso però, vi sono anche altre persone all'interno della pubblica amministrazione che intervengono nel processo (ad esempio i responsabili dei diversi servizi o i responsabili del servizio tecnico (lavori pubblici)). Il processo di investimento infatti si articola in più fasi, in ognuna delle quali sono diversi i soggetti che si confrontano e collaborano per la realizzazione dell'opera: identificazione, preparazione, selezione, realizzazione, gestione, controllo e valutazione ex post. La funzione finanza si limita ad intervenire nella fase di selezione preliminare del progetto aiutando i diversi soggetti ad esaminare<sup>29</sup> le diverse proposte dal punto di vista economico<sup>30</sup> e finanziario e del loro contributo all'equilibrio aziendale. Una volta selezionata l'alternativa ritenuta più soddisfacente i diversi responsabili dei servizi avanzano le richieste dei fondi necessari per la realizzazione dell'investimento agli amministratori, definendo i costi dell'opera (inclusi i costi correnti che ne deriveranno per il bilancio). Una volta definita la richiesta, è compito della responsabile del servizio finanziario individuare e proporre la forma più conveniente di finanziamento, gestendo le fasi procedurali necessarie e collaborando alla redazione del piano economico e finanziario dell'opera.

29. Si noti che la sola analisi aziendale è insufficiente per valutare un progetto di investimento pubblico, dovendo considerare anche una prospettiva collettiva dalla quale risultano ben diversi effetti. L'impatto di ogni investimento pubblico sulla società è infatti tale da richiedere il rispetto di una razionalità globale. In generale si punta a valutare e giudicare le finalità dell'investimento in un'ottica più ampia, collegando lo stesso ad altri investimenti e cercando di evidenziare l'effetto sulla dimensione del consenso, della legittimazione politica e del soddisfacimento dei bisogni pubblici. Per lungo tempo, in ragione di tali considerazioni lo strumento principale per valutare gli investimenti è stato l'analisi costi-benefici. Grazie a tale strumento si poteva ottenere una valutazione che tenesse conto delle diverse dimensioni valutative dell'inter-

vento. Per la prospettiva che si adotta qui, l'analisi economica aziendale risulta però fondamentale. Si consulti a tal proposito Fattore G., Meneguzzo M., *Metodi di valutazione dei programmi pubblici*, Cuem, Milano, 1997.

30. Nell'analisi del profilo economico si considera l'operazione in relazione agli effetti sul risultato economico, esso pertanto tende ad esprimere le correlazioni tra i costi ed i ricavi al fine di indirizzare la gestione verso condizioni di equilibrio economico al fine di analizzare la redditività aziendale. Il profilo finanziario considera l'operazione in relazione al contributo che essa dà alla formazione del fabbisogno di capitale e alla copertura dello stesso fabbisogno, nonché le relazioni tra flussi di entrate ed uscite finanziarie al fine di indirizzare la gestione verso condizioni di equilibrio monetario.

## 3.

# Gli strumenti: mutui, emissioni obbligazionarie e leasing

### 3.1 I mutui

Tra gli strumenti finanziari di indebitamento sicuramente quello più utilizzato dalla pubblica amministrazione è sempre stato il mutuo.

Le caratteristiche tecniche di tale strumento sono riassunte nell'essere il mutuo un finanziamento a medio-lungo termine, erogato da un istituto di credito (solitamente in un'unica soluzione) e, in genere, assistito da garanzie personali e/o reali. Il mutuo può essere rimborsato in un'unica soluzione o attraverso il pagamento di rate periodiche comprensive di due componenti: una quota del capitale preso a prestito e una quota degli interessi maturati sul capitale residuo. Tali quote dipendono dal tipo di piano di ammortamento concordato con l'ente erogatore, che può prevedere sia il rimborso del prestito a rate posticipate decrescenti comprensive di quote di capitale costanti e quote di interessi decrescenti pagate sul debito residuo, sia il rimborso a rate posticipate costanti comprensive di quote 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 non potrà che dipendere dall'andamento del tasso di interesse.

Da questa breve descrizione dello strumento, si comprende come esso non richieda particolari professionalità per la sua gestione. Se a questo si aggiunge che per anni le problematiche di finanziamento tipiche delle aziende private, non hanno interessato le aziende pubbliche (es. risorse limitate, gestione dei rischi finanziari, limiti di indebitamento), si giustifica anche il perché, fino ai primi anni '90, gli enti territoriali si sono limitati non solo ad utilizzare il mutuo per la copertura dei propri impieghi, ma hanno trovato nella Cassa Depositi e Prestiti (d'ora in poi Cassa DD.PP.) il loro principale interlocutore<sup>1</sup>. In altri termini, non vi era una valutazione comparativa né degli strumenti, né tanto meno degli enti erogatori.

A partire dal 1990, con la cessazione del monopolio della Cassa DD.PP. come ente finanziatore, il legame tra Enti Locali e sistema creditizio è diventato sempre più stretto, anche se ad oggi gli enti, soprattutto quelli di più piccola dimensione, trovano nella Cassa DD.PP. l'intermediario più affidabile e meno oneroso per la contra-

1. Dal 1990 il sistema creditizio ha iniziato ad erogare mutui senza la preventiva autorizzazione della Cassa DD.PP.

zione dei mutui, fors'anche per la poca sensibilità alle alternative offerte dal mercato finanziario.

Nel precedente sistema di finanza derivata, il mutuo, pur mostrando dei limiti, connessi al fatto di essere regolato da norme e procedure rigide, onerose e prive di confronto competitivo con il mercato degli altri prodotti finanziari, non dava particolari problemi di gestione: perché i contributi statali coprivano quasi la totalità degli oneri finanziari e, inoltre, le annualità sempre costanti non richiedevano professionalità da punto di vista della pianificazione finanziaria.

La maggiore autonomia concessa agli enti territoriali, unita ai vincoli e alle restrizioni imposte dalla partecipazione all'Unione monetaria, hanno consentito non solo lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari, ma hanno reso più articolati gli strumenti già in uso, come il mutuo. La possibilità di contrarre mutui sia a tasso fisso che variabile, di rinegoziare l'indebitamento già contratto, di coprirsi dal rischio attraverso contratti derivati, e così via, non vedono più l'indebitamento come evento episodico, legato alla necessità di coprire un certo tipo di investimento. Sempre più si parla di gestione attiva del debito, che consente all'ente di rispondere alle continue oscillazioni del mercato finanziario e creditizio, soprattutto di quelle legate alla variabilità dei tassi di interesse<sup>2</sup>.

I principali riferimenti normativi del mutuo sono contenuti nella tavola seguente (tabella 3.1).

2. Sulla gestione attiva dell'indebitamento si veda più diffusamente il capitolo dedicato.

<b>Tabella 3.1 Riferimenti normativi dei mutui</b>		
<b>Tipo atto</b>	<b>Riferimenti puntuali</b>	<b>Contenuto</b>
<b>Legge</b>	Legge 449 del 1997	Art. 49, comma 15 – Estinzione anticipata dei mutui
<b>Circolare del Ministero del Tesoro</b>	N. 26549 del 1998	Chiarimenti interpretativi della Legge 449 del 1997
<b>Legge</b>	Legge 23 dicembre 1998, n. 448	Art. 31, comma 34 – Erogazione delle somme al tesoriere dell'ente
<b>Decreto Ministero del Tesoro</b>	D.M.T. del 10 maggio 1999	Artt. 2 e 3 – Determinazione del costo globale annuo massimo per le operazioni di mutuo effettuate dagli enti locali
<b>Decreto Legislativo</b>	D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 (Testo Uni-co degli Enti Locali)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Art. 204, comma 2 – Limite di indebitamento degli Enti Locali</li> <li>• Art. 199 – Fonti di finanziamento degli Enti Locali</li> </ul>
<b>Decreto Legislativo</b>	D.Lgs. 76/2000	Art. 23 – Limite di indebitamento delle Regioni

Nel descrivere la procedura di concessione e di erogazione dei mutui occorre distinguere i mutui della Cassa DD.PP. da quelli degli altri istituti di credito.

Per quanto concerne la Cassa DD.PP. la procedura si articola nei momenti di seguito evidenziati<sup>3</sup>.

### **Il formale impegno**

La Cassa DD.PP. può fornire il “formale impegno” alla concessione dei finanziamenti; questo provvedimento impegna l’Istituto a mettere a disposizione, nel corso del triennio successivo, i fondi necessari al finanziamento delle spese di investimento indicate dal richiedente, attraverso la concessione di uno o più mutui<sup>4</sup>.

### **L’adesione**

L’adesione di massima<sup>5</sup> viene fornita sulla base di una domanda contenente le seguenti indicazioni: la natura dell’investimento da finanziare; la quantificazione del fabbisogno finanziario; l’indicazione del tipo di mutuo che si intende assumere (a tasso fisso, a tasso fisso con diritto di estinzione parziale anticipata alla pari, a tasso variabile); la durata dell’ammortamento, nonché l’eventuale richiesta di differimento dell’inizio dell’ammortamento.

In assenza di indicazioni in merito al tipo di mutuo e alla durata dell’ammortamento, la richiesta verrà considerata relativa ad un mutuo a tasso fisso di durata ventennale.

Nel caso di mutui a tasso fisso, il mutuatario specificando nella domanda che il mutuo è finalizzato ad interventi infrastrutturali inseriti nei patti territoriali e nei contratti d’area, nonché al finanziamento delle spese di investimento inserite nei PRUSST di cui agli allegati “A” e “B” del D.M. dei lavori pubblici 19 aprile 2000, potrà usufruire della prevista riduzione del tasso di interesse, così come indicato nella tabella 3.2<sup>6</sup>.

### **La concessione**

La concessione del mutuo è disposta sulla base degli atti di assunzione e garanzia; se il finanziamento è relativo alla realizzazione di opere pubbliche, è indispensabile che sia intervenuta l’approvazione, da parte dell’ente, del progetto definitivo o esecutivo, ovvero, nei casi in cui si faccia ricorso all’appalto-concorso, la chiusura del verbale di gara da parte della commissione giudicatrice.

Inoltre, ai fini dell’applicazione del tasso agevolato, dovrà essere acquisita la dichiarazione che l’intervento da finanziare sia inserito nel Patto territoriale o contratto d’area, indicando gli estremi del decreto ministeriale che ha approvato il relativo Patto, ovvero della sottoscrizione del relativo contratto d’area. Per i PRUSST occorrerà dichiarare che l’investimento da finanziare sia inserito nel programma, indicando gli estremi del decreto ministeriale che lo ha approvato.

La Cassa DD.PP. può richiedere eventuali documenti integrativi ritenuti necessari.

3. La procedura è ripresa, in parte, dal sito [www.cas-saddpp.it](http://www.cas-saddpp.it). In presenza di particolari esigenze, il Consiglio di Amministrazione della Cassa DD.PP. può introdurre modifiche alla procedura indicata. Ad esempio, in caso di eccezionale urgenza, quale quella che si determina in conseguenza di calamità naturali, potrebbe essere deliberata la contestuale concessione ed integrale erogazione dei mutui.

4. La procedura e la documentazione da produrre per ottenere il formale impegno sono stabilite dalla circolare CDP 17 aprile 2000, n. 1237.

5. L’adesione non vincola l’Istituto a concedere il finanziamento, in quanto non è resa dall’organo - il Consiglio di Amministrazione - abilitato dalla legge a concedere i mutui.

6. Si precisa che il differimento dell’ammortamento e l’applicazione della riduzione del tasso di interesse potranno essere richiesti anche successivamente, nel periodo intercorrente tra l’adesione e la concessione del mutuo.

## Le erogazioni

I mutui sono somministrati, in una o più soluzioni, sulla base della domanda di erogazione corredata da una dichiarazione del responsabile del procedimento da cui risultino, analiticamente, la natura e gli importi delle spese sostenute, con riferimento agli estremi dei documenti di spesa.

Il mutuatario risponde della tempestiva destinazione delle somme riscosse agli aventi diritto. La Cassa DD.PP. resta estranea ai rapporti tra il mutuatario e i suoi creditori.

**Tabella 3.2 La struttura dei tassi offerti dalla Cassa depositi e prestiti**

Tipologia di mutuo		10 anni	Fino a 15 anni	Fino a 20 anni
<b>Tasso nominale annuo</b>		3,850%	4,250%	4,500%
<b>Tasso nominale annuo agevolato</b>		3,700%	4,100%	4,350%
<b>Estinzione anticipata parziale alla pari</b>		<b>Tassi maggiorati</b>		
<b>Quota con diritto di estinzione anticipata</b>	40%	4,050%	4,500%	4,800%
	60%	4,150%	4,650%	4,950%
	80%	4,250%	4,800%	5,100%
<b>Tasso variabile (solo 10, 15 e 20 anni)</b>		<b>Spread sul parametro di riferimento</b>		
Il parametro di riferimento è definito come media aritmetica del tasso Euribor a sei mesi		I sem. 2003 3,037%		

\* I tassi di interesse sono determinati ai sensi del D.M. Economia e Finanze del 9 gennaio 2003 e resi noti dal Comunicato CDP 10 febbraio 2003

Fonte Cassa depositi e prestiti

Dalla tabella 3.2 precedente si comprende come la Cassa DD.PP., sotto la spinta di una maggiore concorrenza e in condizioni di tassi di interesse decrescenti, sia stata “obbligata” ad allargare la sua offerta, che ad oggi comprende:

- mutui a tasso fisso, differenziato per durata dell’ammortamento;
- mutui a tasso variabile;
- mutui a tasso fisso con diritto di estinzione parziale anticipata alla pari.

Passiamo ora ai mutui erogati dal sistema bancario.

I contratti di mutuo stipulati con enti diversi dalla Cassa DD.PP., devono, a pena di nullità, essere stipulati in forma pubblica e contenere le indicazioni previste dall’articolo 204, comma 2 del Testo unico sull’ordinamento degli Enti Locali (d’ora in poi TUEL). Di seguito si riportano le principali indicazioni:

- l'ammortamento non può avere durata inferiore a dieci anni;
- la decorrenza dell'ammortamento deve essere fissata al primo gennaio dell'anno successivo a quello della stipula del contratto;
- la rata di ammortamento deve essere comprensiva, sin dal primo anno della quota capitale e della quota interessi;
- deve essere indicata la natura della spesa da finanziare con il mutuo e, ove necessario, avuto riguardo alla tipologia dell'investimento, dato atto dell'intervenuta approvazione del progetto definitivo o esecutivo, secondo le norme vigenti.

L'articolo 31, comma 34, della Legge 448/98 stabilisce che le somme rivenienti dai mutui concessi dalle banche agli Enti Locali per i quali operi il regime di eccezione dal versamento in tesoreria unica devono, all'atto della loro erogazione, essere depositate presso l'ente gestore della tesoreria dell'ente mutuatario. Per i mutui non rientranti nel regime di eccezione resta fermo l'obbligo del versamento delle somme nelle contabilità speciali infruttifere. Per i mutui stipulati prima della data di entrata in vigore della presente legge, è consentito il mantenimento del deposito delle somme mutate presso l'istituto mutuante.

Relativamente alla somministrazione del capitale preso a prestito, l'art. 204, comma 3 del TUEL prevede che l'ente mutuatario utilizzi il ricavato del mutuo sulla base dei documenti giustificativi della spesa ovvero sulla base di stati di avanzamento dei lavori. Ai relativi titoli di spesa è data esecuzione dai tesoreri solo se corredati di una dichiarazione dell'Ente Locale che attesti il rispetto delle predette modalità di utilizzo.

Si vuole infine ricordare che, ai sensi della norma contenuta nell'art. 49, comma 15, Legge 449 del 1997, viene concesso agli Enti Locali di indebitarsi per rimborsare i vecchi debiti contratto con le banche<sup>7</sup>.

Tra le condizioni che gli enti territoriali devono rispettare per la richiesta di finanziamento di sicuro interesse è quella connessa al **limite di indebitamento**<sup>8</sup>.

Per quanto riguarda gli Enti Locali tale limite è fissato dall'art. 204, comma 1, del TUEL, secondo il quale l'Ente Locale può assumere nuovi mutui solo se l'importo annuale degli interessi sommato a quello dei mutui precedentemente contratti, a quello dei prestiti obbligazionari precedenti emessi e a quello derivante da garanzie prestate ai sensi dell'art. 207 [garanzie fideiussorie], al netto dei contributi statali e regionali in c/interessi, non supera il 25% delle entrate relative ai primi tre titoli delle entrate del

7. Gli Enti Locali possono 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 di nuovi mutui. Tale facoltà non comporta alcuna modifica in ordine alla durata originaria e all'ammontare del concorso statale eventualmente concesso sul mutuo. Gli Enti Locali possono altresì procedere alla estinzione anticipata dei mutui mediante entrate in conto capitale, compresi gli oneri di urbanizzazione. In tale caso la disposizione si applica a condizione che si tratti di mutui per le medesime finalità alle quali è vincolata la utilizzazione degli oneri di urbanizzazione.

8. Oltre al limite di indebitamento, si ricordano le condizioni che riguardano gli equilibri di bilancio

(sia previsionale che in fase di gestione), i parametri di deficitarietà (per evitare situazioni di dissesto) e il patto di stabilità (per il controllo del debito e dei flussi finanziari).

9. Per le Regioni il limite è fissato dall'art. 23 D.Lgs. 76/2000, ai sensi del quale "L'importo complessivo delle annualità di ammortamento per capitale e per interesse dei mutui e delle altre forme di indebitamento non può superare il 25% dell'ammontare complessivo delle entrate tributarie non vincolate dalla Regione e a condizione che gli oneri futuri di ammortamento trovino copertura nell'ambito del bilancio pluriennale della regione stessa". Rispetto agli Enti Locali, il limite di indebitamento tien conto non solo delle annualità di ammortamento per interesse ma anche delle annualità per il rimborso della quota capitale.

rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene prevista l'assunzione dei mutui<sup>9</sup>. Pertanto, gli interessi che maturano sul mutuo rientrano tra gli oneri che contribuiscono alla definizione del limite di indebitamento.

Per agevolare la comprensione della norma ci serviamo della tabella 3.3 nella quale viene evidenziata la procedura di calcolo della capacità di indebitamento (Boccia-Nigro, 2000).

**Tabella 3.3 Parametri per il calcolo della capacità di indebitamento**

Entrate correnti da consuntivo (anno x-1)	(A)
25% delle entrate correnti	(B) = A*25%
Interessi passivi sui mutui già contratti al netto di oneri di pre/ammortamento e di contributi in conto interessi (anno x-1)	(C)
Capacità di impegno per interessi	(D) = B-C
Mutui da assumere nell'anno x, i cui interessi si pagano a partire dall'anno x+1	(E)
Interessi conseguiti al ricorso annuale al credito (calcolati su "E")	(F)
Capacità d'impegno per interessi residua a fine esercizio	(G) = D-F
Volume dei mutui ulteriormente contraibili, considerato un tasso annuo di mercato	(H) = G/i*
Capacità di indebitamento per l'anno x+1 (valore in %)	$L = [(C+F)/A] * 100$

\* Con "i" si individua il tasso medio applicabile sui mutui che si prevede di contrarre

A titolo esemplificativo si consideri un ente che abbia una situazione come quella evidenziata nella tavola della pagina a fianco (la procedura di calcolo seguita per la determinazione dei valori è quella indicata nella tabella 3.3).

La capacità di impegno per interessi, pari a euro 76.492.000 (Voce D), evidenzia una considerevole potenzialità di ricorso al mercato. Considerando un tasso annuo di mercato pari al 4,5% (tasso Cassa DD.PP. sui mutui a venti anni), l'ente in questione avrà la possibilità di contrarre nuovi mutui per un importo pari a euro 1.489.211.000 (Voce H).

Appare evidente che solo dopo aver verificato la capacità di indebitamento l'ente è in grado di valutare le alternative di finanziamento. Invero, se il limite è stato raggiunto la possibilità di utilizzare il mutuo o un prestito obbligazionario viene vanificata.

Rimangono tuttavia aperte altre strade come, ad esempio, quella della finanza di progetto (vedi cap. 7) o della cartolarizzazione (vedi cap. 5). Ma per finanziarie un investimento attraverso un'operazione di project finance è necessario che l'investimento abbia alcune caratteristiche, la più importate delle quali è sicuramente quella connessa alla capacità, da parte dell'opera da finanziare, di generare un flusso di cassa adeguato alla restituzione del servizio di debito<sup>10</sup>. Se il progetto non è reddi-

10. In alcuni casi l'alternativa tra finanza di progetto e indebitamento tradizionale ha dei vincoli di libertà molto ridotti: l'elevata dimensione del progetto o la necessità di concludere delle *joint ventures* fa sì che spesso si possa procedere solo utilizzando tale tecnica di finanziamento. I promotori infatti non avrebbero la possibilità di offrire sufficienti garanzie patrimoniali per ottenere un finanziamento bancario, oppure dovrebbero negoziare con i finanziatori in uno stato di inferiorità in termini di garanzie e condizioni generali.

**Tabella 3.4 Esempio di calcolo della capacità di indebitamento**

<b>(A)</b>	<b>Entrate correnti da consuntivo (anno x-1)</b>	<b>456.872</b>
	+ Titolo I	198.453
	+ Titolo II	134.987
	+ Titolo III	123.432
<b>(B)</b>	<b>25% delle Entrate Correnti</b>	<b>114.218</b>
<b>(C)</b>	<b>Interessi passivi (anno x-1):</b>	<b>37.726</b>
	+ Interessi passivi su mutui contratti	37.726
	+ Interessi passivi BOC emessi	
	- Oneri di pre-ammortamento	-
	- Contributi in c/interessi	-
	Limite di indebitamento (anno x-1)	10,30%
<b>(D)</b>	<b>Capacità di impegno per interessi</b>	<b>76.492</b>
<b>(E)</b>	<b>Mutui da assumere per l'anno x, i cui interessi si pagano a partire dall'anno x+1</b>	<b>223.000</b>
	Tasso di interesse su mutui da assumere	4,25%
<b>(F)</b>	<b>Interessi su mutui da assumere</b>	<b>9.478</b>
<b>(G)</b>	<b>Capacità di impegno per interessi residua</b>	<b>67.015</b>
<b>(H)</b>	<b>Volume dei mutui ulteriormente contraibili, considerando un tasso annuo di mercato pari al 4,5%</b>	<b>1.489.211</b>
<b>(L)</b>	<b>Limite di indebitamento (anno x+1)</b>	<b>10,33%</b>
Dati in migliaia di euro		

11. La sponsorizzazione è prevista dall'art. 119 del D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267. Tale norma dispone che "al fine di favorire una migliore qualità dei servizi prestati, i Comuni, le Province e gli altri Enti Locali indicati nel presente testo unico, possono stipulare contratti di sponsorizzazione ed accordi di collaborazione, nonché convenzioni con soggetti pubblici o privati diretti a fornire consulenze o servizi aggiuntivi". Il contratto di sponsorizzazione è un contratto atipico mediante il quale un soggetto (sponsor) corrisponde denaro o fornisce beni e servizi ad un altro soggetto (sponsee), il quale si obbliga a realizzare, nell'ambito della propria attività caratteristica, una o più prestazioni specifiche rivolte a diffondere l'immagine dello *sponsor*.

tizio, l'alternativa potrebbe essere quella di cartolarizzare degli attivi patrimoniali (crediti o immobili) oppure, qualora quest'ultima via non fosse percorribile, si potrebbe pensare alla sponsorizzazione<sup>11</sup>.

Insomma, il responsabile finanziario dovrebbe seguire un percorso logico che, partendo dal tipo di investimento da realizzare e passando per la valutazione della capacità di indebitamento, sia in grado di indirizzarlo verso la scelta dello strumento finanziario più idoneo (mutuo, prestito obbligazionario, finanza del progetto, cartolarizzazione, e così via). Tale percorso dipenderà da diversi fattori, primi tra tutti dall'esigenza dell'Ente di fare investimenti e dalla disponibilità di risorse per la loro copertura: quanto più è elevata l'esigenza di fare investimenti e quanto più sono limitate le disponibilità di risorse, tanto più il responsabile finanziario sarà sensibile alla valutazione delle alternative di finanziamento.

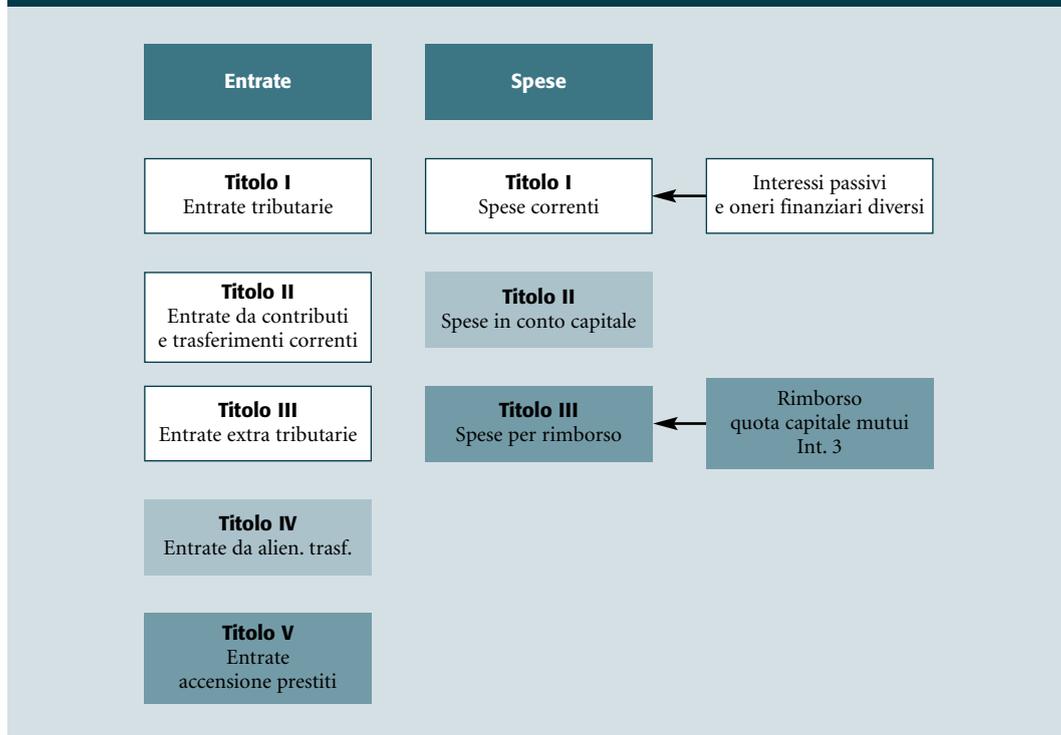
In un contesto in cui sono possibili diverse soluzioni e la competizione tra aziende spinge ad offrire prodotti più convenienti, è importante che gli enti effettuino le loro scelte sulla base di un'analisi comparativa dei costi e dei benefici delle varie alternative e scelgano quella che meglio si adatta alla strategia perseguita.

Il ricorso agli strumenti finanziari deve essere valutato e selezionato in base a (Salvi, 1998):

- il tipo di ente;
- il tipo di progetto da finanziare;
- l'impatto sociale del progetto;
- la convenienza economica (che attiene al prezzo dell'indebitamento);
- l'opportunità finanziaria (che attiene alla compatibilità dei flussi di cassa futuri attesi dall'investimento con la distribuzione nel tempo dei pagamenti a servizio di quel finanziamento e delle altre attività dell'ente).

Per quanto concerne l'impatto che la contrazione del mutuo ha sul bilancio dell'ente<sup>12</sup>, vengono interessati i Titoli I e III delle spese. In dettaglio, la quota interessi è inserita tra le spese nel Titolo I, intervento n. 6, mentre la quota capitale del mutuo nel Titolo III, intervento n. 3, così come evidenziato nella tabella 3.5.

**Tabella 3.5 Impatto della quota capitale e della quota interessi dei mutui sul bilancio**



La quota capitale non rientra nel computo del patto di stabilità che riguarda solo le spese correnti, mentre la quota interessi è esclusa per legge dalle spese correnti da considerarsi per il patto.

12. Sulla struttura del bilancio degli Enti Locali si veda l'art. 165 del TUEL.

### 3.2 Le emissioni obbligazionarie

Nella realtà, accade spesso di dover considerare forme di prestito nelle quali, a fronte di un unico debitore, figura una molteplicità di creditori, ciascuno dei quali è titolare, separatamente dagli altri, di una quota del prestito complessivo. E' questo il caso dei cosiddetti prestiti "divisi". Il ricorso ai prestiti divisi avviene, di norma, quando un operatore abbia necessità di finanziamenti in misura tale che un singolo soggetto non è in grado di soddisfarlo da solo; o quando il potenziale finanziatore giudichi non desiderabile impegnare una parte troppo ampia delle sue disponibilità in una sola operazione. In tal caso si cerca di frazionare il prestito, suddividendone il peso tra tutti coloro che vogliono "sottoscriverne" una quota.

I prestiti obbligazionari appartengono a questa fattispecie.

Il sottoscrittore del prestito sarà titolare di un titolo di credito, detto appunto obbligazione.

Nei prestiti obbligazionari l'ammontare complessivo CC capitale richiesto dall'ente emittente viene diviso in un certo numero  $N$  di titoli (obbligazioni) tutti equivalenti; il portatore di ciascuno di essi risulta allora creditore dell'ammontare  $CC/N = C$ . Quest'ultimo rappresenta il valore nominale dell'obbligazione (importo scritto sul titolo) che, come in seguito vedremo, può non coincidere né con il suo prezzo di emissione né con il suo valore di rimborso.

Se il tasso periodale di remunerazione del prestito è fatto pari a " $i$ ", il possesso di una obbligazione dà il diritto di ricevere, a ciascuna delle scadenze periodiche previste (date di godimento), l'ammontare di interessi  $Ci$ , detto *cedola*.

Il prestito obbligazionario rappresenta una forma di raccolta diretta di denaro a medio e lungo termine e, a differenza del mutuo, può presentare caratteristiche tecniche anche molto articolate.

Le obbligazioni degli enti territoriali sono state introdotte per la prima volta dall'art. 32 della Legge Quadro di riforma delle autonomie locali (Legge 142/90). Successivamente, le obbligazioni degli enti territoriali sono state disciplinate dagli articoli 35 e 37 della Legge 23 dicembre 1994, n. 724<sup>13</sup> e dal regolamento attuativo recante le norme per l'emissione di titoli obbligazionari, disposto dal decreto del Ministero del Tesoro 5 luglio 1996, n. 420 (G.U. 13.8.1996, n. 189).

Nella tabella 3.6 vengono elencati i principali riferimenti normativi dei BOC, BOP e BOR.

13. La prima emissione obbligazionaria comunale ai sensi della Legge 724 del 1994 è stata quella del Comune di Forlì che ha emesso un BOC per un importo di Lit. 12,2 mld., perfezionato in data 20.6.1996.

**Tabella 3.6 Riferimenti normativi dei BOC, BOP e BOR**

Tipo atto	Riferimenti puntuali	Contenuto
<b>Legge</b>	Legge 23 dicembre 1994 n. 724 (Legge Finanziaria 1995)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Art. 35 - Emissione di titoli obbligazionari da parte di enti territoriali</li> <li>• Art. 37 - Indebitamento degli Enti Locali dissestati</li> </ul>
<b>Decreto Legislativo</b>	D.Lgs. 1 aprile 1996 n. 239; Circolare 360/E del 23 settembre '96, modificato dall'articolo 27 del Col-legato Fiscale alla Finanziaria 2000 (L. 342/00)	Retrocessione dell'imposta agli enti territoriali
<b>Decreto del Ministero del Tesoro</b>	D.M.T. 5 luglio 1996 n. 420	Regolamento attuativo recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli Enti Locali
<b>Decreto Legislativo</b>	D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 (Testo Unico degli Enti Locali)	Art. 199 - Fonti di finanziamento degli Enti Locali
<b>Circolare F.L.</b>	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

Ai sensi dell'art. 35, Legge 724/94 le Province, i Comuni e le Unioni di Comuni, le Città Metropolitane e i Comuni di cui agli articoli 17 e seguenti della Legge 8 giugno 1990, n. 142, 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 (vedi tabella 3.1).

**Tabella 3.1 Totale emissioni BOR, BOP e BOC anno 2002****Bond locali****Totale emissioni obbligazionarie di Regioni, Province e Comuni nel 2002**

Regione Toscana	465 mln
Regione Lombardia 1 mld Us \$	(1 mld circa)
Regione Umbria	487 - 1.018 mln
Regione Marche	855 mln
Valle D'Aosta	130 mln
Città di Venezia	115 mln
Provincia di Milano	170 mln
<b>Totale emissioni anno 2002</b>	<b>4.240 mld</b>

Fonte: *Il Sole 24 Ore*

L'emissione di titoli obbligazionari deve essere deliberata dal Consiglio dell'Ente e detta deliberazione deve contenere tutti gli elementi relativi all'emissione stessa: importo, durata, cedola, modalità di rimborso, piano di ammortamento, investimento correlato.

Di seguito vengono descritte le caratteristiche tecniche principali dello strumento in oggetto.

### Spese e importi finanziabili

Il prestito obbligazionario può essere finalizzato esclusivamente alla realizzazione di investimenti (è fatto esplicito divieto di emettere prestiti obbligazionari per finanziarie spese di parte corrente) e il suo importo deve essere almeno pari all'ammontare del valore dell'investimento a cui fa riferimento. Non è quindi possibile emettere un prestito per un valore nominale superiore, finanziando per la differenza investimenti ulteriori o spese correnti.

L'importo del prestito può invece coprire parzialmente l'investimento, ma in questo caso la delibera di emissione deve evidenziare in modo dettagliato le fonti di finanziamento integrative (es. entrate proprie, contributo regionale e così via). Inoltre, il Valore Attuale Netto dell'investimento non deve essere negativo<sup>14</sup>.

L'individuazione dell'investimento da finanziare è obbligatoria, in quanto ai sensi dell'art. 1 del Decreto 420/96 la delibera di approvazione del prestito è subordinata alla preventiva approvazione:

- a) del piano economico-finanziario di cui all'art. 46 del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504, ove il prestito sia finalizzato alla realizzazione di opere pubbliche destinate all'esercizio di servizi pubblici a rilevanza imprenditoriale;
- b) del progetto o del piano esecutivo dell'investimento previsto dall'art. 43 del D. Lgs. 77/1995.

### Le procedure di collocamento

L'emissione e il collocamento devono essere gestiti da intermediari finanziari autorizzati dalla normativa nazionale e comunitaria (Banche e Società di Intermediazione Mobiliare)<sup>15</sup>. 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).

Tali intermediari possono avere le funzioni di:

- 1) **collocamento dei titoli sul mercato con Offerta Pubblica di Vendita** (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 (Legge 216/74) che prevede fra l'altro 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

14. Poiché il valore di mercato del progetto è uguale alla somma dell'investimento iniziale, finanziato con BOC, e del suo risultato economico (Valore Attuale Netto) e il valore dell'emissione obbligazionaria deve essere minore o uguale al valore di mercato del progetto, ne risulta che mediante tale tipo di finanziamento possono essere finanziati solo investimenti con valore attuale netto positivo (cioè investimenti redditizi), come evidenziato dalle relazioni che seguono:  
Val. Prog = BOC + VAN  
Val. Prog ≥ BOC SSE VAN ≥ 0.

15. Per quanto concerne i criteri di scelta dell'intermediario, l'ente è libero di scegliere, anche attraverso una trattativa privata, l'istituto che ritiene più idoneo alla esecuzione dell'operazione. Sulla base delle offerte provenienti dalle banche, l'amministrazione deciderà a chi affidare il servizio del debito.

- situazione finanziaria dell'emittente e sulle caratteristiche dei titoli. Il prospetto informativo, che gli enti emittenti sono tenuti a redigere ai sensi di tale normativa, deve contenere, tra l'altro, la precisa indicazione che il prestito non è assistito da alcuna garanzia a carico dello Stato (ai sensi dell'art. 35, comma 8, della Legge n. 724/1994);
- 2) **collocamento e garanzia** con conseguente obbligo da parte dell'intermediario di acquistare l'eventuale quota di prestito non assorbita dal mercato (anche in questo caso l'OPV (Offerta Pubblica di Vendita) è soggetta alle disposizioni in materia di pubblico risparmio);
  - 3) **acquisto a fermo** con il quale l'intermediario si impegna a sottoscrivere l'intero ammontare del prestito. 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 (Delibera Consob n.6430/92). Pertanto in questa terza fattispecie non è necessario redigere il prospetto informativo e diffondere la nota informativa sintetica.

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 OPV, in quanto è necessario rispettare i giorni previsti per l'approvazione del prospetto informativo da parte della Consob.

Per il futuro si auspica un maggior spazio anche per i piccoli risparmiatori, visto che tali titoli hanno spesso il vantaggio di rendere di più dei titoli di Stato garantendo la stessa sicurezza delle emissioni "sovrane".

### **Prezzo di emissione<sup>16</sup>**

Ai sensi dell'art. 35 della Legge 724/94 il prestito obbligazionario poteva essere emesso solo alla pari. Tuttavia, mentre il divieto di emettere il prestito sopra la pari era teso ad evitare che con la differenza si potessero finanziare spese di parte corrente, non vi erano motivi sostanziali per impedire emissioni sotto la pari, se non quello di obbligare l'ente a remunerare i sottoscrittori esclusivamente con gli interessi. L'art. 41 della Legge 448/2001 ha invece previsto l'emissione di titoli con scarto di emissione (sotto la pari).

### **Valuta di denominazione**

E' prevista l'emissione di titoli obbligazionari in valuta estera. In questo caso la deliberazione consiliare deve prevedere la copertura del rischio di cambio mediante contratto *swap* (vedi cap. 4) e deve indicare il costo effettivo sopportato dall'ente (comprensivo del costo della copertura).

### **Il valore e le modalità di rimborso**

Con riguardo al rimborso dei Boc, si pongono due problematiche:

- il valore di rimborso<sup>17</sup>;
- la modalità del rimborso.

16. Il prezzo di emissione rappresenta l'importo effettivamente richiesto ai sottoscrittori del prestito. Tale prezzo può essere uguale, inferiore o superiore al valore nominale del debito, sul quale vengono calcolati gli interessi alle scadenze previste (es. valore nominale 100, prezzo di emissione 98).

17. Il valore di rimborso rappresenta l'importo che l'ente emittente restituirà al possessore del titolo all'atto della sua estinzione. Tale valore può essere uguale, inferiore o superiore al valore nominale del debito.

Il valore (o prezzo) di rimborso di un titolo obbligazionario può essere indifferentemente alla pari o, meno probabilmente, sopra la pari. La normativa non prevede una specifica disposizione in merito, ma pone un limite implicito costituito dal livello massimo di rendimento effettivo dei titoli e restringe per tale via il range di possibilità.

Per quanto concerne, invece, la modalità di rimborso, la delibera di emissione deve contenere anche l'ammortamento del prestito.

A tal riguardo può inoltre evidenziarsi come esistano delle alternative sul "timing" del rimborso:

- il rimborso a scadenza;
- il rimborso anticipato;
- il riacquisto.

Il rimborso a scadenza costituisce l'alternativa ordinaria e non comporta pertanto particolari problematiche.

Per ciò che concerne il rimborso anticipato, invece, può essere effettuato con fondi provenienti esclusivamente dalla dismissione di cespiti patrimoniali disponibili sempreché sia previsto nella delibera di emissione.

Per quanto riguarda infine, il riacquisto dei titoli, possibile in particolare in caso di quotazione su mercati regolamentati, esso può essere attuato solo previo utilizzo di economie di bilancio.

18. Ai sensi dell'art. 1, comma 1, punto 5, del D.Lgs. 420/96 nel caso in cui il prestito sia emesso a tasso variabile sul mercato interno, le cedole successive alla prima saranno determinate utilizzando come parametro di riferimento il rendimento all'emissione dei BOT trimestrali, semestrali o annuali o, in alternativa, il "Rome Interbank Offered Rate" (RIBOR) a 3, 6 e 12 mesi, rispettivamente nel caso di periodicità trimestrale, semestrale o annuale delle cedole. Per i prestiti a tasso variabile emessi sul mercato estero e per quelli in valuta il parametro di riferimento per le cedole successive alla prima sarà il "London Interbank Offered Rate" (LIBOR) a 3, 6 e 12 mesi, rispettivamente nel caso di periodicità trimestrale, semestrale ed annuale delle cedole.

19. Non è quindi obbligatorio prevedere il rimborso graduale del capitale.

## Tassi

Il tasso di rendimento può essere fisso o variabile<sup>18</sup>.

In ogni caso i tassi devono rispettare un limite massimo costituito dal rendimento lordo dei titoli di Stato di pari durata emessi nel mese precedente maggiorati di un punto percentuale annuo. Il tasso di rendimento cui si fa riferimento è quello effettivo che coincide con quello nominale solo se il rimborso è alla pari. Invero, il tasso di rendimento effettivo potrebbe derivare dalla somma di due componenti: gli interessi e il maggior valore di rimborso (es. rimborso sopra la pari).

A volte è più conveniente remunerare il prestito attraverso un maggior prezzo di rimborso piuttosto che sul tasso, specialmente se l'opera è molto redditizia. Parte del rendimento del prestito (tasso di interesse nominale) viene erogato anno dopo anno o semestre dopo semestre, e parte attraverso il maggior valore di rimborso a scadenza.

## Durata

La durata minima è di 5 anni, mentre non vi sono limiti alla durata massima.

## Ammortamento

Il precedente sistema (art. 35, commi 6 e 7, Legge 724/94; art. 1, comma 2, D.M.T. 420/96) prevedeva il rimborso graduale delle quote di capitale ed interessi, sin dalla prima rata in scadenza. Ad oggi è invece consentita l'emissione di titoli *bullet*<sup>19</sup> le cui caratteristiche sono simili a quelle della maggior parte delle obbligazioni (titoli di Stato e non) scambiate sui mercati finanziari.

## Il regime fiscale

I titoli obbligazionari emessi dagli enti territoriali ai sensi dell'articolo 35 della Legge 724/94 (i BOC "buoni ordinari comunali") rientrano tra i titoli ai quali si applica la disciplina prevista dal D.Lgs. 239/96, e successive modificazioni ed integrazioni.

In materia di titoli obbligazionari emessi dagli enti territoriali, l'articolo 27 della Legge 342/00 ("collegato" fiscale alla Finanziaria per il 2000), nel modificare gli articoli 1 e 2 del D.Lgs. 239/96 ha stabilito che: l'imposta sostitutiva affluisce all'entrata del bilancio dello Stato e il 50% del gettito della medesima imposta, che si renderebbe applicabile sull'ammontare degli interessi passivi del prestito, è di competenza degli enti territoriali emittenti i titoli obbligazionari.

Il gettito della ritenuta spetta comunque agli enti emittenti, che possono ridurre per tale via il costo dell'emissione obbligazionaria.

Se si ipotizza un'emissione di BOC di durata decennale, a tasso variabile con cedola semestrale indicizza al tasso Euribor a 6 mesi pari al 3,20%, maggiorato di uno spread di 0,40 punti percentuali annui, si avrebbe:

<b>Euribor a 6 mesi</b>	<b>3,20%</b>
<b>+ <i>spread</i></b>	<b>0,40%</b>
Tasso lordo iniziale (a)	3,60%
Imposta sugli interessi (12,50% su tasso lordo)	0,45%
Valore retrocesso all'ente (1/2 dell'imposta) (b)	0,23%
Tasso netto iniziale a carico dell'emittente (a-b)	3,38%

Se l'emissione viene fatta su mercati esteri si perde il beneficio fiscale, in quanto la ritenuta del 12,5% può essere operata solo ai residenti.

## Quotazione del prestito obbligazionario e rating

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). La prevista istituzione di mercati locali porta inoltre a differenziare i potenziali mercati di sbocco, indirizzando i prestiti di importo maggiore a quotazione presso la Borsa Nazionale e quelli minori a quotazione sulle Borse Locali. La quotazione dei titoli su di un mercato regolamentato consente di aumentare la liquidità dei titoli, riducendo nel contempo la connessa rischiosità.

Soprattutto in caso di emissione obbligazionaria sui mercati esteri si rende necessaria la richiesta del *rating* (vedi cap. 8), che consente ai potenziali sottoscrittori di valutare l'affidabilità dell'ente.

La Provincia autonoma di Trento ha annunciato un programma di EMTN<sup>20</sup> per 500 milioni di euro, dopo aver ottenuto da Moody's e da Fitch il *rating* rispettivamente di Aa1 e AA+, entrambi superiori alla valutazione della Repubblica italiana<sup>21</sup>.

20. Le *Euro Medium Term Notes* sono un particolare tipo di debito finanziario. L'ente in questo caso ha la possibilità di stabilire le caratteristiche di un intero programma di finanziamento, quali, ad esempio, la scadenza, il tasso (fisso o variabile), la valuta di denominazione, il piano di ammortamento. Un programma di emissioni secondo lo standard EMTN garantisce all'emittente molteplici e significativi vantaggi; infatti, oltre ad assicurare sia una maggiore flessibilità che una riduzione dei costi di raccolta nel lungo periodo, un programma EMTN consente all'Ente:

- una gestione efficiente della documentazione a supporto di emissioni sia private che pubbliche;
- la possibilità di emettere il debito in forma di Eurobond o International bond, utilizzando la stessa base di documentazione;
- una riduzione dei tempi e degli oneri amministrativi;
- la possibilità di effettuare emissioni di piccolo taglio;
- l'accesso ad una base di investitori più ampia e diversificata;
- il *marketing* continuo del nome dell'Emittente da parte del gruppo di dealers.

21. Il Sole 24 Ore, 27 novembre 2002.

22. C. Pasqualetto, il Sole 24 ore, 22-03-2003.

In alcuni casi, il fatto di collocare il prestito obbligazionario all'estero non è tanto finalizzato a ridurre il costo della raccolta (a volte quest'ultima aumenta per la necessità di copertura del rischio di tasso di cambio) quanto alla campagna di *marketing* che si realizza.

La Regione Lombardia ha lanciato ieri l'annunciato maxi-bond da un miliardo di dollari e durata trentennale. Creando, nel mondo obbligazionario americano, un vero e proprio *benchmark*: questo è infatti l'unico *global bond* italiano denominato in dollari di durata così lunga... Ma la Lombardia sbarca in America anche con un altro primato: quello dei *rating*. Recentemente promossa da Moody's da "Aa2" a "Aa1", la Regione ha infatti superato di nuovo la valutazione della stessa Repubblica Italiana (Aa2) e si è portata a un solo passo dalla "Tripla A" dei migliori emittenti obbligazionari. La Regione, sfoggiando anche un "AA+" e un "AA" da Standard & Poor's e Fitch, può vantare quindi i migliori *rating* in Italia<sup>22</sup>.

### Diritti accessori

I diritti accessori includono solitamente le condizioni particolari riconosciute al prestito, talora particolarmente qualificanti quali il diritto alla conversione o all'acquisto di azioni. Nella fattispecie, i prestiti obbligazionari godono delle seguenti caratteristiche:

- sono stanziabili in anticipazione presso la Banca d'Italia;
- possono essere rilasciati in pegno per anticipazioni agli enti creditizi;
- possono disporre di *warrant* o essere convertibili in azioni di società possedute dagli enti locali.

Le prime due caratteristiche non abbisognano di particolari commenti, ma allo stesso modo non risultano particolarmente rilevanti per i potenziali sottoscrittori. Ben altra rilevanza si può invece riscontrare a proposito della terza caratteristica elencata.

La possibilità di emettere obbligazioni convertibili o con *warrant* consente infatti di conseguire molteplici vantaggi e di ricollegare l'emissione obbligazionaria alle privatizzazioni di società per azioni pubbliche o a maggioranza pubblica.

### **Prestiti obbligazionari convertibili**

La conversione (anche parziale) delle obbligazioni in azioni di società di proprietà dell'ente emittente (il sottoscrittore passa da creditore dell'Ente Locale ad azionista della società per azioni locale) è sempre una facoltà. Questa facoltà concessa al sottoscrittore ha come primo effetto quello di ridurre il costo dell'indebitamento.

Ma l'aspetto fondamentale è dato dal fatto che se il sottoscrittore esercita la facoltà l'Ente Locale trasforma le obbligazioni in azioni ed elimina il rimborso, senza avere la necessità di trovare le risorse per rimborsare il prestito. Privatizza, inoltre, la SpA.

### **Prestiti obbligazionari cum warrant**

In questo caso si offre la facoltà all'ente non di convertire le obbligazioni in titoli come nel caso precedente, ma quella di acquistare azioni di una SpA (non si cambia la posizione dell'intermediario da creditore dell'Ente Locale ad azionista della SpA). Il sottoscrittore del prestito obbligazionario somma alla posizione creditoria nei confronti dell'Ente Locale quella di azionista della SpA. A differenza dei prestiti obbligazionari convertibili non si elimina in rimborso. Tuttavia, il fatto di vendere titoli azionari consente all'ente di ottenere una provvista aggiuntiva utilizzabile per rimborsare il prestito ed eventualmente, qualora tale provvista dovesse superare il prestito da rimborsare, per finanziare nuovi investimenti o per rimborsare debiti.

### **Garanzie**

E' vietata ogni forma di garanzia a carico dello Stato o delle Regioni (per emissione di Comuni e di Province);

Tuttavia, i Comuni e le Province usufruiscono di due meccanismi:

- la delegazione di pagamento;
- la procedura di dissesto.

La delegazione di pagamento è una garanzia del pagamento della quota capitale e degli interessi dei mutui e dei prestiti degli Enti Locali, in base al quale la banca tesoriera, delegata dall'ente, opera accantonamenti a copertura del debito a valere sui primi tre titoli delle entrate (entrate correnti). L'atto di delega non è sottoposto ad accettazione da parte della banca tesoriera e costituisce titolo esecutivo.

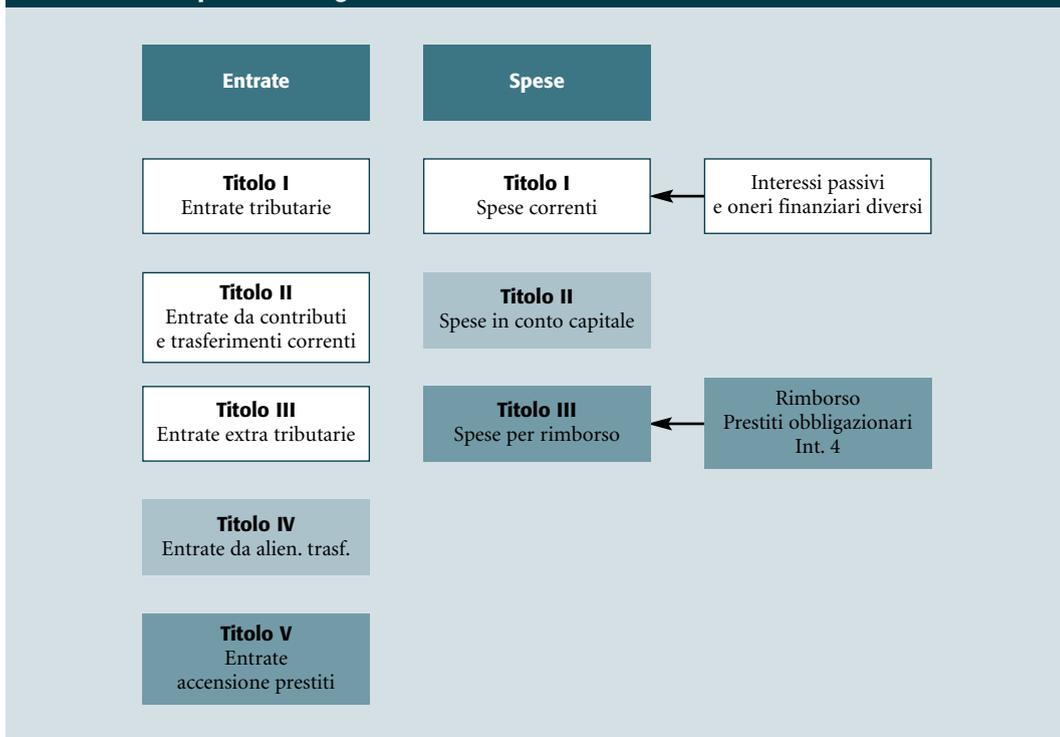
Nell'individuare negli enti pubblici territoriali i potenziali soggetti emittenti dei prestiti obbligazionari, la normativa ha, inoltre, posto la condizione che i medesimi "*non si trovino in situazione di dissesto o in situazioni strutturalmente deficitarie*" e non presentino un disavanzo di amministrazione nel conto consuntivo del penultimo esercizio. Tali disposizioni sono poste a tutela dei sottoscrittori; una eventuale insolvenza di un emittente produrrebbe infatti una turbativa sull'intero

comparto dei BOC e, presumibilmente, dei titoli pubblici. Oltre alla garanzia generale per i sottoscrittori, costituita dalla situazione finanziaria dell'emittente, la normativa ha previsto l'obbligo del tesoriere di provvedere al versamento delle somme necessarie al servizio del debito sulla base dei documenti giustificativi di spesa. In questa logica, l'approvazione del bilancio di previsione richiesta preventivamente rispetto all'emissione, consente tale servizio, che è inoltre assicurato dal rilascio delle delegazioni di pagamento.

### Impatto dei prestiti obbligazionari sul bilancio

Per quanto concerne l'impatto dei prestiti obbligazionari sul bilancio, vengono interessati i Titoli I e III delle spese. In dettaglio, la quota interessi è inserita tra le spese nel Titolo I, intervento n. 6 mentre la quota capitale del prestito nel Titolo III, intervento n. 4, così come evidenziato nella tabella 3.7.

**Tabella 3.7** Impatto della quota capitale e della quota interessi dei prestiti obbligazionari sul bilancio



Così come fatto per i mutui, nella tabella 3.8 si evidenzia un esempio di calcolo del limite di indebitamento.

<b>Tabella 3.8 Esempio di calcolo di limite di indebitamento</b>	
<b>(A) Entrate correnti da consuntivo (anno x-1)</b>	<b>456.872</b>
+ Titolo I	198.453
+ Titolo II	134.987
+ Titolo III	123.432
<b>(B) 25% delle Entrate Correnti</b>	<b>114.218</b>
<b>(C) Interessi passivi (anno x-1):</b>	<b>50.069</b>
+ Interessi passivi su mutui contratti	37.726
+ Interessi passivi BOC emessi	12.343
- Oneri di pre-ammortamento	-
- Contributi in c/interessi	-
Limite di indebitamento (anno x-1)	10,30%
<b>(D) Capacità di impegno per interessi</b>	<b>64.149</b>
<b>(E) Mutui da assumere per l'anno x, i cui interessi si pagano a partire dall'anno x+1</b>	<b>223.000</b>
Tasso di interesse su mutui da assumere	4,25%
<b>(F) Interessi su mutui da assumere</b>	<b>9.478</b>
<b>(G) Capacità di impegno per interessi residua</b>	<b>54.672</b>
<b>(H) Volume dei mutui e dei prestiti obbligazionari ulteriormente contraibili, considerando un tasso annuo di mercato pari al 4,5%</b>	<b>1.214.922</b>
<b>(L) Limite di indebitamento (anno x+1)</b>	<b>13,03%</b>
Dati in migliaia di euro	

La situazione di partenza coincide con quella presentata precedentemente nella tabella 3.4; questa volta però tra gli interessi passivi vengono considerati anche quelli che maturano sui BOC precedentemente emessi pari a euro 12.343.000 (Voce C, Interessi passivi BOC emessi). L'impatto delle emissioni obbligazionarie è stato quello di far scendere la capacità di indebitamento da euro 1.489.211.000 a euro 1.214.922.000.

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

- utilizzo immediato del denaro proveniente dal collocamento delle obbligazioni (poiché le somme riscosse sono depositare direttamente presso il Tesoriere dell'ente) e miglioramento della qualità media dei servizi offerti ai cittadini;
- relativa semplicità dell'operazione;

- vantaggi fiscali (il recupero del 50 % della ritenuta di imposta sugli interessi pari al 12,5%);
- costo di finanziamento relativamente contenuto rispetto ai mutui bancari e alla Cassa DD.PP., soprattutto in caso di *rating* elevato<sup>23</sup>;
- 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 poi dimenticare le difficoltà dei Comuni di media/piccola dimensione ad utilizzare strumenti complessi che richiedono competenze e professionalità adeguate. A quest'ultima difficoltà alcuni Comuni (es. Reggio Emilia - vedi cap. 9) hanno posto rimedio attraverso la stipula di convenzioni<sup>24</sup> (ai sensi dell'art. 30, D.Lgs. 267/2000) per la gestione associata dell'indebitamento.

In conclusione, cercando di comporre in un unico schema le varie voci di costo che gravano sulle operazioni bancarie a medio-lungo termine, come il mutuo e il prestito obbligazionario, si possono evidenziare i seguenti oneri:

- un tasso di interesse che può essere fisso per tutta la durata del finanziamento o variabile nel tempo. Tale tasso oltre a tenere conto del costo del denaro, prende in considerazione altri elementi, quali l'incidenza delle spese di gestione ed un certo margine di utile a beneficio dell'azienda concedente;
- costo per la copertura dai rischi di tasso di interesse e di cambio;
- commissioni bancarie;
- eventuali parcelle notarili;
- eventuali costi per la richiesta del *rating*.

23. Il *rating*, si rammenta, valuta la capacità di un ente di rimborsare il suo debito finanziario con puntualità alle scadenze previste. Alcune volte il merito creditizio dell'ente territoriale può essere uguale, se non addirittura superiore rispetto a quello dello Stato di appartenenza. “La Regione Lombardia ha ottenuto i *rating* sul proprio merito di credito, rilasciati dalle tre principali agenzie internazionali di valutazione: Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Le valutazioni ottenute sono su livelli di eccezionale solidità creditizia: Moody's: Lombardia Aa2 (Italia Aa3); Standard & Poor's: Lombardia AA+ (Italia AA); Fitch: Lombardia AA (Italia AA-) ... Le tre maggiori agenzie di *rating* del mondo sono concordi nell'assegnare alla Regione Lombardia valutazioni superiori rispetto a quelle già rilasciate alla Repubblica Italiana, indicando in tal modo una maggior affidabilità finanziaria della Regione rispetto allo Stato. La Lombardia al riguardo rappresenta un'eccezione

unica non solo in Italia ma al mondo. Sia Standard & Poor's che Fitch non avevano mai assegnato a un ente territoriale una valutazione superiore a quella dello Stato di appartenenza”. Agenzia di stampa Lombardia Notizie (Ln - Londra, 17 dicembre 2001).

24. I principali vantaggi della convenzione per la *negoiazione unitaria delle condizioni di emissione dei prestiti obbligazionari e delle altre forme di ricorso all'indebitamento per finanziare gli investimenti* sono riassumibili nei seguenti punti:

- Maggiore potere contrattuale;
- Diversificazione forme di finanziamento e importi negoziabili maggiori
- Economie di scala nei costi e nelle procedure di negoziazione
- Creazione di una struttura tecnica specializzata, in grado di confrontarsi con le profonde trasformazioni in atto nel mercato finanziario
- Condizioni di tasso competitive ottenute.

### 3.3 Il leasing

Il leasing è uno strumento nato per soddisfare una specifica esigenza delle aziende: quella di disporre dei beni strumentali senza essere costrette ad immobilizzare ingenti capitali per l'acquisto. In tal senso, è una forma di finanziamento perché ripartisce l'onere legato alla disponibilità del bene (canone) su un arco di tempo pluriennale lungo quanto l'utilizzo del bene.

L'operazione rientra tra le forme di finanziamento di un Ente Locale, poiché compresa tra le "altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge", così come disciplinato dall'articolo 199 del TUEL.

In sostanza, si aggiunge alle altre fonti di finanziamento degli investimenti, quali mutui con il sistema creditizio, con la Cassa DD.PP. e i prestiti obbligazionari: ciò deriva da un'interpretazione estensiva dell'ex articolo 42 del D.Lgs. 77/95, il quale enumera tutte le fonti di reperimento di capitale per la copertura del Titolo II delle spese rilevate in bilancio (spese in conto capitale).

Riferimenti normativi del leasing	
Tipo atto	Contenuto
Decreto Legislativo	D.Lgs. 358 / 92. Testo unico delle disposizioni in materia di appalti pubblici di forniture
Decreto Legislativo	D.Lgs. 402 / 98. Modificazioni ed integrazioni al decreto legislativo 24 luglio 1992, n. 358

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

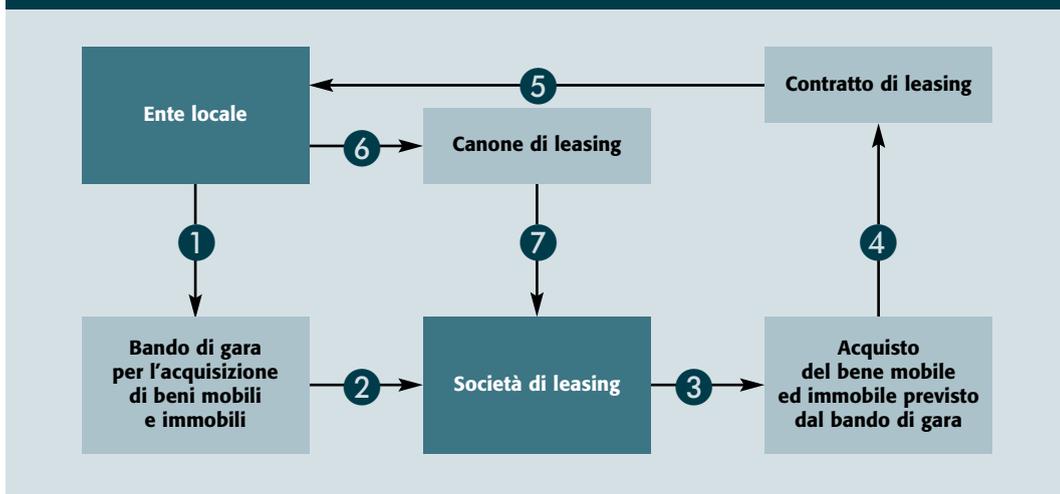
Il *leasing finanziario* è concluso nell'ambito di un'operazione tri-laterale alla quale partecipano la società di leasing (concedente), l'ente interessato all'utilizzo del bene (utilizzatore) ed un'impresa che produce o distribuisce il bene stesso.

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. 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 finanziario appare una modalità di finanziamento più adatta a coprire opere infrastrutturali ed investimenti pubblici per i quali non si manifesta una convenienza economica (IRR) rispetto ai tassi di mercato o nei quali non vi possano essere canoni a carico degli utenti (come ad esempio per un carcere).

La procedura connessa al leasing finanziario viene evidenziata nello schema sottostante (vedi figura 3.2).

Figura 3.2



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 (p.e. computer ed apparecchiature d'ufficio). Il contratto ha in genere una durata breve e non correlata alla vita tecno-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).

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.

**Figura 3.3 Sale & lease back (leasing di ritorno) sui beni strumentali per passare da proprietario a conduttore degli immobili**

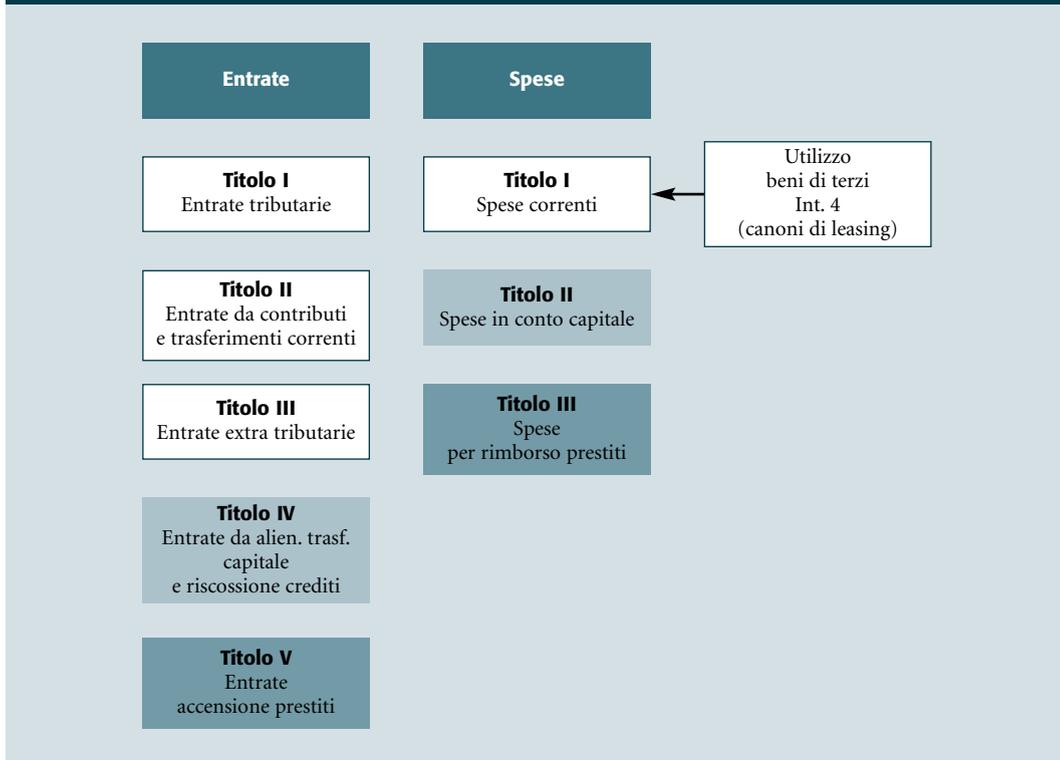


Il *sale and lease-back* (figura 3.3) può quindi costituire uno strumento di finanziamento alternativo per un ente che si trovi in temporanee difficoltà finanziarie, e può essere utilizzato nell'ambito di più articolate operazioni finanziarie, come nel caso della *securitization* che ha interessato 56 Ospedali della Regione Lazio (vedi anche cap. 5).

Valorizzati, ceduti, affittati e cartolarizzati. Hanno dovuto compiere un percorso complesso ma, alla fine, i 56 Ospedali protagonisti della maxi-securitization Cartesio hanno assolto alla loro funzione: portare nelle casse della Regione Lazio 1,1 miliardi di euro per abbattere il deficit sanitario pregresso e gettare le basi per il suo futuro azzeramento. Ieri, dunque, si è consumato l'ultimo passaggio. Dopo una gestazione lunga più di un anno, i titoli obbligazionari *asset backed* originati dalla San.Im attraverso la società-veicolo Cartesio sono stati lanciati. Questa, però, è solo l'ultima tappa di un lungo processo iniziato con la valorizzazione degli immobili. Dopodiché gli ospedali sono stati ceduti con *lease-back* dalle Asl alla società immobiliare San.Im (100% Regione). San.Im, quindi, ha dato in affitto gli Ospedali, tramite leasing, alle stesse Asl. Per pagare l'acquisto degli immobili, San.Im ha ceduto a una società-veicolo (Cartesio Srl) il portafoglio dei canoni con leasing sugli Ospedali. L'acquisto di questo portafoglio è stato infine finanziato con la cartolarizzazione.

Il canone non rientra tra gli oneri che contribuiscono alla definizione del limite di indebitamento. Gli Enti Locali possono indebitarsi solo se la somma degli interessi passivi sui mutui contratti e da contrarre non supera il 25% delle entrate correnti rilevate nell'ultimo rendiconto approvato; il canone non incide su queste voci e, pertanto, non "irrigidisce" il bilancio. Invero, il canone di leasing è una spesa corrente che rientra nel computo del patto di stabilità, ma non va ad incidere su nessuna delle voci considerate ai fini del calcolo del limite di indebitamento, consentendo all'ente di mantenere inalterata la capacità di indebitamento (vedi figura 3.4).

**Figura 3.4 Impatto del leasing sul bilancio**



Il canone di leasing, pur comprendendo sia una quota capitale che una quota interessi viene considerato contabilmente un *unicum*, e va ad incidere in modo rilevante sulla definizione del Saldo Finanziario, ai fini del Patto di Stabilità.

**Tabella 3.9 Confronto tra mutuo e leasing per il finanziamento di un investimento**

	<b>Mutuo</b>	<b>Leasing</b>
<b>(A) Entrate correnti da consuntivo (anno x-1)</b>	<b>456.872</b>	<b>456.872</b>
+ Titolo I	198.453	198.453
+ Titolo II	134.987	134.987
+ Titolo III	123.432	123.432
<b>(B) 25% delle Entrate Correnti</b>	<b>114.218</b>	<b>114.218</b>
<b>(C) Interessi passivi (anno x-1):</b>	<b>50.069</b>	<b>50.069</b>
+ Interessi passivi su mutui contratti	37.726	37.726
+ Interessi passivi BOC emessi	12.343	12.343
- Oneri di pre-ammortamento	-	-
- Contributi in c/interessi	-	-
Limite di indebitamento (anno x-1)	10,30%	10,30%
<b>(D) Capacità di impegno per interessi</b>	<b>64.149</b>	<b>64.149</b>
<b>(E) Mutui da assumere per l'anno x (finanziamento di un immobile), cui interessi si pagano a partire dall'anno x+1</b>	<b>223.000</b>	<b>-</b>
Tasso di interesse su mutui da assumere	4,25%	4,25%
<b>(F) Interessi su mutui da assumere</b>	<b>9.478</b>	<b>0</b>
<b>(G) Capacità di impegno per interessi residua</b>	<b>54.672</b>	<b>64.149</b>
<b>(H) Volume dei mutui ulteriormente contraibili, considerando un tasso annuo di mercato pari al 4,5%</b>	<b>1.214.922</b>	<b>1.425.533</b>
<b>(L) Limite di indebitamento (anno x+1)</b>	<b>13,03%</b>	<b>10,96%</b>

Dati in migliaia di euro

Nell'esempio riportato nella tabella 3.9, si ipotizza che i mutui da assumere per l'anno x (Voce E), pari a euro 223.000.000, si rendano necessari per il finanziamento di un immobile. L'alternativa presentata nella quarta colonna della tabella è quella di non acquistare l'immobile ma di prenderlo in leasing. In questa ipotesi non c'è la necessità di contrarre il mutuo; di conseguenza la capacità di indebitamento passa da euro 1.214.922.000 a euro 1.425.533.000.

Tra i vantaggi conseguibili attraverso la procedura di leasing si ricordano:

- **L'utilizzo del bene locato e mancata corrispondenza di una spesa di investimento**, l'ente diventa titolare del diritto di utilizzo del bene senza aver sostenuto una spesa di investimento. Ciò sicuramente alleggerisce il bilancio dell'ente che non rileva, in uscita, una spesa in conto capitale;
- **La redistribuzione del costo dell'utilizzo del bene**, il versamento periodico di un canone consente all'ente di ripartire il costo in più

anni, utilizzando lo stesso criterio di ammortamento di un bene acquistato che viene contabilizzato;

- **Il finanziamento è di media durata**, rispetto alle classiche forme di indebitamento attraverso mutui, il leasing finanziario consente di scendere sotto il limite dei dieci anni. La durata è mediamente di 3/5 anni per la locazione di beni mobili, si estende fino a 8/9 anni per i beni immobili. Ciò, tuttavia, non esclude la possibilità di allungare la durata dell'operazione;
- **Velocità della procedura di acquisizione**, 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: durata, costo espresso in un canone comprensivo sia di una quota capitale che di interessi, modalità di riscatto del bene;
- **Il canone non rientra tra gli oneri che contribuiscono alla definizione del limite di indebitamento**, in proposito si rammenta che gli enti locali possono indebitarsi solo se la somma degli interessi passivi sui mutui contratti e da contrarre non supera il 25% delle entrate correnti rilevate nell'ultimo rendiconto approvato. Il canone relativo al leasing finanziario non incide su queste voci. L'operazione risulta sottoposta comunque ad una serie di vincoli ed incertezze quali ad esempio:
  - i canoni corrisposti sono a tutti gli effetti spese correnti e quindi devono essere finanziati dalla parte corrente del bilancio dell'ente;
  - si tratta in genere di una forma di finanziamento a costo elevato data l'entità del canone da corrispondere periodicamente;
  - il leasing risulta uno strumento di finanziamento rigido rispetto ad altre forme (per esempio rispetto all'emissioni obbligazionarie per le quali è previsto l'eventuale rimborso anticipato);
  - si potrebbero creare problemi di incertezza nel caso in cui l'ente sia inadempiente e la società locataria ricorra legalmente per lo spossessamento del bene in oggetto. Infatti, fino all'eventuale pagamento del prezzo di riscatto alla fine del periodo pattuito, la proprietà dell'opera rimane in capo alla società locataria.

## 4. La gestione e la ristrutturazione del debito

### 4.1 Introduzione

Tra le attività svolte dal servizio finanziario vi è anche quella della gestione del debito pregresso, cui tradizionalmente è associata l'idea di una semplice amministrazione del rimborso del debito, secondo un piano di ammortamento che ne stabilisce, quote di capitale, interessi passivi, durata e diversi altri elementi.

E' evidente che 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. Di contro, negli ultimi anni, in diversi contesti nazionali, si è sviluppata una concezione più evoluta e dinamica dell'attività di gestione del debito, subito rinominata, per evidenziare i nuovi caratteri "liability management"<sup>1</sup> o "gestione attiva 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, oggetto di una gestione attiva. 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.

L'utilizzo del *liability management*, per il riequilibrio dell'esposizione debitoria, al fine di raggiungere l'obiettivo desiderato in termini di rischio e costo dell'indebitamento, è diffuso da molti anni, nel mondo delle aziende private, e negli ultimi anni, ha ricevuto attenzione anche dai diversi livelli della pubblica amministrazione.

Una moderna funzione finanzia nelle aziende pubbliche non può pertanto prescindere da tale attività<sup>3</sup>, sfruttando a proprio vantaggio le opportunità offerte dai mercati finanziari per ristrutturare le passività detenute a bilancio.

Le operazioni di *liability management*, rappresentano, di fatto, un mezzo che testimonia il cambiamento nel quadro giuridico, istituzio-

1. Sul tema generale del *liability management* si vedano: De Felice M., *La logica dell'asset liability management: fondamenti, schemi caratteristici, esempi di applicazione*, Economia e diritto del terziario, Franco Angeli, Milano, n. 3, 1994, pagg. 1035-1056; Ferrantelli M., *L'introduzione di un sistema di asset & liability management della banca*, Banche e banchieri, Iceb, Milano, n. 5, 1995, pagg. 609-617.

2. Tra i principali enti che sono ricorsi a *liability management* nell'ultimo anno possiamo ricordare il Comune di Genova (*swap* su capitale nozionale di 60 milioni di euro), il Comune di Carpi (*swap* su capitale nozionale di 25 milioni di euro), il Comune di Torino (*swap* su capitale nozionale di 93 milioni di euro), il Comune di Verona (*swap* su capitale nozionale di 46 milioni di euro), il Comune di Perugia (*swap* su capitale nozionale di 130 milioni di euro).

3. Per un approfondimento della gestione del debito a livello statale si rimanda a Visaggio M., *Politiche di bilancio e debito pubblico*, Nis, Roma, 1997, pagg. 83-93 e Padoa Schioppa Kostaris

F., Modigliani F., Sostenibilità e solvibilità del debito pubblico, Il Mulino, Bologna, 1998.

4. “La gestione attiva del debito, e con esso il ricorso a strumenti di finanza derivata, rappresentano scelte che, emergendo normalmente dalle opportunità sempre mutevoli offerte dal contesto economico, spingono verso un’interpretazione evolutiva del quadro giuridico di riferimento, ed in tal senso fanno evolvere la stessa cornice normativa (che per gli Enti Locali è per sua natura volutamente a maglie larghe in quanto tesa a garantire l’indipendenza e la non omologazione delle storiche realtà istituzionali).” Tale fenomeno “porta gli stessi atti regolamentari a delineare scelte non espressamente vietate ma neppure previste dalla normativa cornice e dunque, a dimostrare la capacità giuridica ad autodefinirsi dei limiti in maniera autonoma”. Cfr. Bettacini R., Monelli M., *Interest rate swap: l’esperienza del Comune di La Spezia*, Finanza&tributi, Ipsoa, Milano, n. 8, anno 2000, pag. 442-446.

5. La gestione attiva del proprio indebitamento consente, infatti, di ottimizzare il costo e di minimizzare i rischi finanziari, contribuendo in tal modo al mantenimento dell’equilibrio finanziario della gestione e del bilancio.

6. Cfr. Marconi M., Finetti A., *Strumenti finanziari derivati (interest rate swap, opzioni) e politiche di gestione attiva dell’indebitamento*, in Pignatti O., *Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali*, Maggioli, Rimini, 2001, pag. 190.

nale, organizzativo, culturale di molte aziende, dimostrando l’appropriazione di una reale autonomia gestionale<sup>4</sup> da parte delle pubbliche amministrazioni.

## 4.2 Il modello di gestione attiva del debito

Nell’ambito del nuovo assetto economico ed amministrativo degli enti territoriali, sono maturate nuove concezioni nel modo di gestire e di concepire i bilanci, specialmente per quanto attiene l’indebitamento.

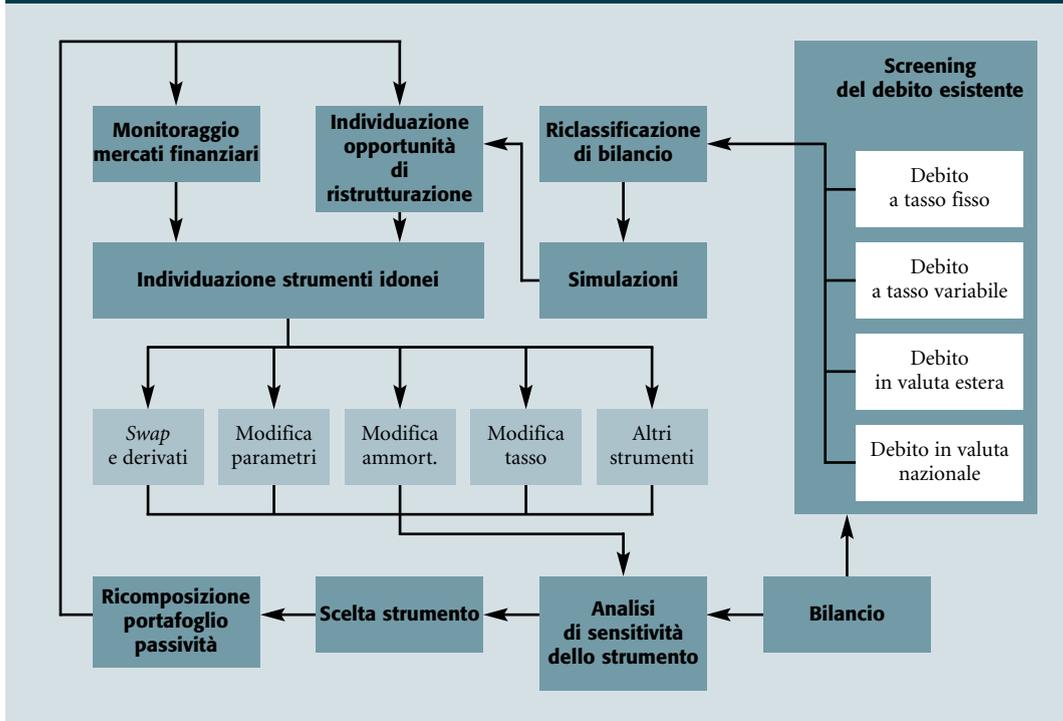
All’interno delle “spese rigide” di bilancio, gli oneri per il debito rappresentano una voce importante che riduce i margini di manovra dell’azienda e comprime le possibilità di accedere a nuove risorse finanziarie per attività di investimento.

Le pubbliche amministrazioni, sono al momento attuale sempre più consapevoli rispetto al passato della necessità di operare un monitoraggio del proprio debito e della propria spesa per interessi passivi, valutando effetti delle variazioni della curva dei tassi sull’equilibrio finanziario e individuando potenziali opportunità di miglioramento della propria posizione debitoria. La ricerca di un miglioramento della performance del debito, intesa come costo delle risorse finanziarie prese a prestito, a parità di livello di rischio ed orizzonte temporale, diviene perciò uno dei fulcri di una moderna gestione finanziaria e motivo d’interesse per la nuova funzione finanza delle aziende pubbliche. Del resto, non realizzare alcuna operazione in merito alla gestione del debito significa in concreto rinunciare ad un preciso compito gestionale della funzione finanza, e ciò non è in linea di principio accettabile.

La realizzazione di un *liability management* efficace e rivolto alla ricerca del miglioramento dell’equilibrio finanziario<sup>5</sup> 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. In questo contesto con il termine *liability management* si intendono i processi di gestione attiva delle proprie passività, tramite cui si attua una valutazione dei rischi finanziari connessi al proprio indebitamento e si realizzano conseguentemente scelte di gestione coerenti con gli obiettivi di costo del capitale e di rischio considerati accettabili<sup>6</sup>.

A livello teorico la gestione attiva del debito, può essere vista come un insieme di attività interrelate tra loro, continue e che richiedono nuovi strumenti, conoscenze e competenze ai membri della funzione finanza delle aziende pubbliche. La gestione attiva dell’indebitamento è rivolta al perseguimento dell’ottimizzazione del costo di indebitamento e delle minimizzazione dei rischi ad esso connessi. Nella figura 4.1 è data una rappresentazione schematica del processo che dovrebbe condurre alla ricomposizione del portafoglio di debiti dell’ente pubblico.

**Figura 4.1**



La gestione attiva del debito<sup>7</sup>, parte da quella che rappresenta un'attività fondamentale per molti "contenuti" del servizio finanziario: lo *screening* finanziario dell'azienda. Nel caso del *liability management*, il focus dell'attenzione è rivolto verso le passività esistenti da cui si traggono molteplici informazioni rilevanti e necessarie per le successive operazioni di gestione attiva del debito:

- composizione dello *stock* di debito esistente;
- composizione del debito esistente per tipo di interesse;
- eventuali parametri di indicizzazione;
- tipo e modalità di rilevazione dei parametri;
- durata residua complessiva;
- altre informazioni rilevanti (ad esempio possibilità di modifica del contratto, ecc.).

In tale fase occorre dunque esaminare le passività che fanno capo al bilancio dell'ente territoriale e riclassificarle sulla base della loro "sensibilità", ossia sulla base della loro reattività rispetto alle variazioni del tasso di interesse di mercato con riferimento ad un periodo di tempo prefissato. Saranno considerate sensibili quelle passività che nel periodo di riferimento, o sono in scadenza e generano una conseguente uscita monetaria per l'ente, o sono sottoposte ad una revi-

7. Cfr. Crediop, Enti Locali: la gestione attiva del debito, Crediop Newsletter, n. 2, 2000, pagg. 2-4 e Crediop, Enti Locali: la gestione attiva del debito, Crediop Newsletter, n. 3, 2000, pagg. 3-6.

sione contrattuale avente ad oggetto il tasso di interesse attualmente applicato.

Tali informazioni concorrono a dare un quadro aggiornato del debito dell'ente e sono funzionali all'individuazione di una eventuale necessità di ristrutturazione del debito dell'azienda e delle rispettive proposte di ristrutturazione. Queste informazioni possono poi essere utilmente integrate con dati sulla struttura dei tassi di mercato o analisi di costo e di rischio ottimale.

La seconda fase consiste nel determinare gli effetti di possibili variazioni dei tassi di interesse sul bilancio dell'ente esaminato.

Dal quadro aggiornato della situazione debitoria dell'ente pubblico (analisi del portafoglio debiti), così come emerge, al termine della fase di *screening*, sarà possibile ricostruire il profilo di rischio a cui la stessa azienda è soggetta, solitamente una situazione intermedia tra i due casi limiti di:

- esposizione totale al tasso fisso;
- esposizione totale al tasso variabile.

In ogni caso, l'ente sarà influenzato dal cambiamento del tasso, sia che abbia una struttura di debito più o meno rigida, sia nel caso in cui la struttura delle passività sia esposta al tasso variabile.

Nel primo caso, la pubblica amministrazione, dato il suo profilo debitorio, può essere esposta al rischio di una perdita di benefici derivante dalla riduzione dei tassi di interesse sui mercati finanziari.

Esporsi notevolmente al tasso fisso comporta infatti non subire oscillazioni del mercato ma significa anche esporsi al rischio di una diminuzione del tasso di mercato che, se inferiore al tasso fisso, comporta il pagamento di quote di interesse molto più elevate rispetto a quelle calcolate sul tasso di interesse presente in quel momento sul mercato.

Essendo il profilo dei flussi finanziari per il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi costante, possono sorgere nel caso di discesa dei tassi di interesse sul mercato, opportunità da cogliere che consentano di liberare utili risorse finanziarie e controllare al contempo il rischio sul tasso di interesse.

Anche nel secondo caso, possono comunque sorgere per l'ente pubblico delle opportunità da cogliere. Infatti, l'incertezza sui flussi finanziari futuri in uscita derivanti dal pagamento degli interessi rende instabile la gestione del portafoglio passivo. Naturalmente l'indebitamento a tasso variabile sarà conveniente in periodi di diminuzione dei tassi di interesse, poiché si origineranno flussi complessivi decrescenti, ma la modificazione delle condizioni di mercato ed altre considerazioni possono suggerire la ricomposizione del portafoglio passivo, con l'introduzione di strumenti finanziari per il controllo del rischio da tassi. Infatti in una fase di tassi di mercato crescenti, si potrebbe migliorare la propria posizione finanziaria, trasformando in tasso fisso i prestiti e mutui a tasso variabile, oppure fissare dei tetti massimi di costo.

Analogo discorso può poi essere condotto per la struttura del debito in termini di valuta, anche se la costituzione dell'Unione

Europea e l'adozione dell'Euro, riconduce il problema di indebitamento in valuta straniera alla variazione del tasso di cambio tra euro e dollaro. Nel caso in cui l'ente pubblico si fosse indebitata in dollari o volesse sfruttare le opportunità dei mercati finanziari statunitensi, potrebbe ricorrere a diversi strumenti per la modifica della propria posizione.

In tutti i diversi portafogli passivi, una gestione attiva dell'indebitamento, permette di perseguire l'obiettivo di riequilibrio nella ripartizione tra quota fisso/quota variabile, quota in valuta nazionale/quota in valuta straniera, ottenendo dei risparmi in termini di interessi all'interno di una strategia finanziaria volta alla quantificazione del costo e del rischio derivante dalla ristrutturazione.

**Figura 4.2**

	Anno X	Anno X+1	Anno X+2	Anno X+3	Anno X+4	...	Anno X+Y
<b>Mutui e prestiti contratti</b>							
<b>Ammontare debito in scadenza</b>							
<b>Debito a tasso variabile</b>							
<b>Debito a tasso fisso</b>							
<b>Interessi debito a tasso fisso</b>							
<b>Interessi debito a tasso variabile (proiezione)</b>							

Contemporaneamente alla fase di analisi finanziaria del debito, la funzione finanziaria, deve svolgere un'attività continua di monitoraggio dei mercati finanziari, seguendo l'evoluzione delle curve dei tassi di cambio e di interesse, l'offerta degli strumenti da parte degli intermediari finanziari e i margini di manovra resisi disponibili per l'azienda. Associata all'attività di monitoraggio, può essere talvolta ricompreso il disegno di scenari e la determinazione di ipotesi di evoluzione dei principali parametri finanziari.

All'analisi della situazione debitoria dell'azienda e al monitoraggio dei mercati finanziari, segue l'individuazione dei possibili strumenti utilizzabili o delle diverse azioni che possono essere implementate per la ristrutturazione del debito. Ogni ente andrà alla ricerca di quelle soluzioni di rimodulazione del debito che gli sono più congeniali e che gli permetteranno non soltanto di diminuire l'esposizione debitoria nel suo complesso ma anche, di conseguen-

8. Si veda l'esempio del Comune di Savignano sul Panaro in merito a tale strategie di gestione attiva del debito. Cfr. Drusiani D., La riduzione dell'indebitamento, Azienda Finanza&tributi, Ipsoa, Milano, n. 5, 2000, pagg. 276-281.

9. Nel caso dei mutui della Cassa Depositi e Prestiti, 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 decreto 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 Cfr. Nigro M., L'evoluzione della Cassa Depositi e Prestiti: modalità e nuovi strumenti finanziari, in Pignatti O., Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali, Maggioli, Rimini, 2001, pagg. 46-47.

10. In Italia, l'estinzione anticipata dei mutui, con il sistema bancario è stata prevista dall'articolo 49, comma 15 della Legge 449 del 1997. La circolare n. 26549 del 1998 del Ministero del Tesoro, ha poi fornito chiarimenti interpretativi.

za, di migliorare la propria capacità di indebitamento. Una gestione attiva del debito può infatti puntare alla modifica di alcuni parametri del contratto di indebitamento<sup>8</sup>:

- durata: a secondo delle condizioni prevalenti nel mercato si può voler allungare la durata del contratto o estinguere il debito in breve tempo;
- ammortamento: si può scegliere di passare da un ammortamento di tipo francese ad uno di tipo italiano, o si possono cambiare altre caratteristiche;
- parametri di indicizzazione: secondo le condizioni contrattuali è possibile o meno rivedere i parametri di indicizzazione, diversificandoli o modificandoli.

In tal caso i processi di liability management, consentono di estinguere anticipatamente i vecchi debiti<sup>9</sup>, il più delle volte contratti a condizioni molto onerose, e di dar vita ad un nuovo finanziamento per il quale sarebbe comunque necessaria una gara secondo la normativa comunitaria, o riscadenzamenti più in linea con le esigenze dell'ente pubblico. Gli strumenti per ottimizzare la gestione finanziaria e modificare eventualmente la struttura del proprio portafoglio, sono diversi. I più semplici sono rappresentati dall'assunzione di mutui o prestiti dotati di strutture finanziarie particolari (i.e. mutui con opzione di estinzione anticipata<sup>10</sup> o a tasso rivedibile e obbligazioni *transformable*), la rinegoziazione<sup>11</sup> delle condizioni dei prestiti in essere, l'estinzione anticipata, ecc.

Di contro la gestione attiva del debito può far impiego anche di altri strumenti che si caratterizzano per una maggiore complessità e che consentono una gestione oculata dei rischi finanziari ed un atteggiamento attivo e dinamico nei confronti della variabilità dei tassi di interesse:

- *swap*;
- derivati;
- prodotti più sofisticati.

Successivamente, la gestione attiva del debito, si concentra sull'individuazione delle diverse proposte alla base delle operazioni di ristrutturazione, verificando diverse ipotesi in merito alla quota del debito da ristrutturare, strumenti da utilizzare e ipotesi sull'andamento dei mercati finanziari. In questa fase, possono essere utilizzati diversi strumenti, ma certamente il più utile è rappresentato dall'analisi di sensitività, attraverso cui si può osservare come la struttura del debito proposta reagisce in termini di spesa e quindi di impatto sull'equilibrio finanziario complessivo della pubblica amministrazione, al variare dei tassi di cambio e di interesse. L'analisi di sensitività, testa le ipotesi al variare del maggior numero possibile di variabili indipendenti, fornendo indicazioni utili sui costi associati ad ogni proposta di ristrutturazione.

**Figura 4.3**

Strategie	Scenari						
	Tasso +0,25%	Tasso -0,25%	Tasso +0,5%	Tasso -0,5%	Tasso stabile	Tasso +1%	Tasso -1%
Caso base							
Caso con strumento							
Caso y							
Risparmio							
Ante-post							
Risparmio %							

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.

L'ultima fase del processo di gestione attiva del debito, è infine costituita dall'intervento vero e proprio di ristrutturazione del debito<sup>12</sup>. Naturalmente la funzione finanza dell'ente pubblico, una volta attuata l'operazione di ristrutturazione continua il monitoraggio dei mercati finanziari e della propria posizione debitoria per individuare possibili momenti critici ed intervenire e migliorare la gestione finanziaria.

La gestione attiva del debito non è solo una priorità per le pubbliche amministrazioni locali, ma anche e soprattutto per gli stati che corrono il rischio di insolvenza. Ad esempio nell'ambito di un maxipacchetto di circa 40 miliardi di dollari concessi dal Fondo Monetario Internazionale all'Argentina, è stata richiesto l'allungamento della vita media del debito statale, scambiando vecchi titoli obbligazionari con vita residua ravvicinata con nuovi bond con scadenza più lunga e coupon più alto. Ma in passato, forme di ristrutturazione del debito simili, sono scattate anche per l'insolvenza dell'Ucraina.

11. In merito alla possibilità di rinegoziazione dei mutui in Italia vi è stata nei passati anni un controversia tra sistema bancario ed aziende pubbliche, riguardante i mutui stipulati nei decenni passati a tassi di interesse elevati. Dopo varie fasi è stata adottata una soluzione che prevede la possibilità di rine-

goziare i mutui contratti prima del 1996 ad un tasso definito "di sostituzione" pari alla media aritmetica per un periodo che va dal 1976 sino al momento considerato dei rendimenti lordi dei Buoni del Tesoro Poliennali con vita residua superiore ad un anno. Per un approfondimento di tale disputa si

veda Bertinotti N., 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, Rimini, 2001, pagg. 79-83.

12. Le operazioni in derivati, non rientrano nella

disciplina delle gare comunitarie (art. 5 comma, 2, lettera e del decreto legislativo 157 del 1995) pertanto sarà sufficiente effettuare una gara tra i primari intermediari finanziari presenti sul mercato nel rispetto delle procedure previste dal regolamento dei contratti di ciascun ente.

La descrizione del modello di gestione attiva del debito mette in evidenza alcune variabili critiche nel funzionamento ed utilizzo. E' chiaro, innanzi tutto che una strategia finanziaria ottimale di *liability management*, dovrebbe prevedere l'utilizzo del mix di strumenti a disposizione, in relazione agli obiettivi perseguiti, alla situazione debitoria, alla componente del rischio che si vuole porre sotto controllo, all'andamento del mercato, ecc. Nel caso della pubblica amministrazione, l'utilizzo degli strumenti può essere ridotto da vincoli legislativi o da altre considerazioni che non rilevano per le aziende private.

La gestione attiva del debito inoltre deve adattarsi alle capacità amministrative dell'ente pubblico. Le scelte di composizione del debito determinano effetti e ricadute differenti, la simulazione di 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, degli strumenti informatici e delle capacità necessarie per governare il processo di gestione attiva dell'indebitamento, assumendo solo i rischi che si è in grado di monitorare e gestire.

Nel caso non sia possibile acquisire tali capacità o per scelta non si intendano acquisire, è allora necessario far ricorso a consulenti e professionalità esterne, anche se la realizzazione di una rimodulazione e ristrutturazione dei debiti, non dovrebbe in linea di logica essere utilizzata solo per cogliere un'opportunità che si presenta sui mercati, ma dovrebbe essere inserita nella funzione finanza, quale processo permanente a supporto della gestione finanziaria.

Ricorrendo ad esempio ad un intermediario finanziario specializzato<sup>13</sup>, si possono gestire tali operazioni complesse e specialistiche, avendo a disposizione anche un supporto per la definizione delle migliori strategie di trasformazione e ristrutturazione dell'indebitamento.

### 4.3 Gli strumenti derivati: *swap* e *opzioni*

Nella gestione attiva del debito, le pubbliche amministrazioni possono avvalersi di diversi strumenti finanziari. Tra questi, quelli che hanno acquistato maggiore importanza e diffusione nella gestione attiva e dinamica del debito, grazie anche all'aumento dell'autonomia finanziaria delle aziende pubbliche vi sono certamente gli strumenti derivati.

Gli strumenti derivati sono rappresentati da attività il cui valore varia in relazione alle performance od ai risultati di un'attività sottostante, che può assumere natura finanziaria<sup>14</sup> o reale. Tra i principali strumenti finanziari derivati, gli *swap* e le *opzioni*, sono gli strumenti che per ampiezza ed eterogeneità delle strutture contrattuali, mostrano maggiore utilità per la ricomposizione dell'indebitamento.

13. Poiché nel caso in questione, si tratta di un scelta di alta amministrazione ad elevato contenuto discrezionale, la giunta dovrebbe fissare i criteri per la determinazione dell'*advisor*. I criteri seguiti solitamente nella scelta dell'*advisor*, solitamente hanno riguardato il tipo di consulenza e assistenza finanziaria fornita all'azienda, eventuali costi e commissioni richieste, il *rating dell'advisor*, l'*expertise* in operazioni in derivati, *expertise* nell'assistenza e consulenza alle pubbliche amministrazioni, dalla provata esperienza ed affidabilità, ecc.

14. Ad esempio esistono derivati su titoli di stato, su obbligazioni, su azioni, su tassi di interesse, su valute, su indici di borsa, ecc.

Lo *swap*<sup>15</sup>, rappresenta una delle maggiori innovazioni finanziarie a livello mondiale degli ultimi anni creati per coprire esigenze di carattere strutturale nella gestione finanziaria di imprese, pubbliche amministrazioni ed intermediari finanziari. Lo *swap*, come tutti gli strumenti di finanza innovativa, consente un elevato grado di personalizzazione e di adattamento alle esigenze aziendali, permettendo una suddivisione del rischio di tasso di cambio e di interesse non ottenibile altrimenti con gli strumenti tradizionali.

Nell'ambito della gestione attiva del debito un caso interessante è rappresentato dalla Provincia di Varese<sup>16</sup>. La Provincia di Varese, è il primo ente pubblico che utilizza a proprio vantaggio gli *interest rate swap* per ristrutturare il proprio debito. Le ridotte entrate proprie, l'esigenza di rispettare il Patto di stabilità e la necessità di una gestione finanziaria efficiente per realizzare nuovi investimenti per le funzioni trasferite dallo Stato, ha spinto l'amministrazione a sperimentare tale strumento. Grazie alla ristrutturazione del debito, passata da 20 a quattro anni e l'indicizzazione su un importo di circa 63 miliardi di lire su onerosi mutui contratti con la Cassa Depositi e Prestiti, la Provincia ha risparmiato 1,8 miliardi di lire (fonte: Il Sole 24 Ore).

In generale, si definisce *swap* quell'operazione di natura creditizia attraverso la quale i due soggetti contraenti si impegnano a scambiarsi per un periodo di tempo predefinito due serie di pagamenti periodici che possono essere denominati nella stessa valuta e rappresentare pagamenti di interessi, in tal caso si parlerà di *interest rate swap*, oppure possono essere espressi in valute diverse e rappresentare di contro pagamenti di interessi o veri e propri trasferimenti di capitali, nel qual caso si parlerà di *currency swap*.

Nel caso di *interest rate swap*, le due controparti si scambieranno dunque pagamenti periodici di somme di denaro che rappresentano interessi calcolati su un capitale di riferimento e per un periodo di tempo stabiliti al momento della stipula del contratto.

Solitamente nelle forme contrattuali più semplici è previsto che una parte esegua il pagamento a tassi variabili e riceva pagamenti a tasso fisso per tutta la durata del contratto mentre la controparte all'opposto riceva pagamenti a tassi variabili e effettui pagamenti a tasso fisso. I soggetti che partecipano all'operazione si ritrovano quindi ad avere al contempo interessi attivi ed interessi passivi, effettuando in realtà il pagamento alla controparte solo nel caso in cui gli interessi attivi siano inferiori agli interessi passivi. Normalmente si ha coincidenza di periodicità dei flussi oggetto di scambio e del capitale teorico di riferimento alla base dell'operazione e pertanto un contraente verserà all'altro solo il differenziale esistente tra le obbligazioni reciproche. Ma vi sono anche altri tipi di *interest rate swap* (*basis swap*, *amortizing swap*, ecc.) che permettono di scambiarsi flussi finanziari calcolati su tassi variabili e su un capitale di riferimento che si riduce o aumenta progressivamente.

15. Cfr. Marconi M., Gli strumenti finanziari derivati: lo *swap*, Azienditalia Finanza & Tributi, Ipsoa, Milano, n. 23, 1999, pagg. 1479-1483. Per un approfondimento si rimanda a Putrella G., Gli strumenti finanziari derivati, Egea, Milano, 1997; Wiessmann R.L., Berger T.A., White E.A., *The use of derivatives to lower capital costs formunicipalities*, The Financier's, n. 1, 1994, pagg. 35-47.

16. Sulle motivazioni che hanno condotto la Provincia di Varese ad utilizzare un tale strumento si veda Bettacini R., Monelli M., *Interest rate swap: l'esperienza del Comune di La Spezia*, Azienditalia Finanza&tributi, Ipsoa, Milano, n. 8, anno 2000, pag. 444.

#### Figura 4.4 Tipologie di *Interest Rate Swap*

Tra le diverse tipologie di interest rate swap esistenti, le più note e diffuse sono:

- *basis swap* è un accordo tra due controparti di scambiarsi due flussi finanziari calcolati sulla base di indicatori di tassi di interesse variabili diversi;
- *coupon swap* è quel contratto in cui una parte di obbliga a versare un flusso finanziario calcolato sulla base di un tasso fisso mentre l'altra un flusso calcolato in base ad un tasso variabile;
- *amortizing swap* costituisce una particolare tipologia di swap in cui il capitale di riferimento si riduce progressivamente, seguendo il piano di ammortamento del capitale sottostante;
- *accreting swap* è uno swap in cui il capitale di riferimento aumenta con il passare del tempo;
- *forward start swap* è una tipologia di swap che si caratterizza per una validità a partire da una data futura rispetto a quella che si stipula;
- *arrears reset swap* è uno swap il cui tasso variabile, relativo a ciascun periodo viene fissato alla fine del periodo medesimo e non all'inizio come avviene normalmente.

Il ricorso all'*interest rate swap*, può essere utile, in un'ottica di gestione attiva del debito oltre naturalmente che per modificare le modalità di determinazione del costo delle proprie passività, anche per dar vita a nuove operazioni o titoli sintetici, permettendo di ottenere strumenti con caratteristiche diverse da quelle reperibili sul mercato, adeguando il finanziamento alle proprie esigenze.

Nel 1999 la Regione Marche, per il finanziamento del suo programma di investimento e per la valorizzazione del suo patrimonio storico-culturale, aveva realizzato un'operazione di raccolta decennale a tasso fisso di risorse finanziarie. Nell'operazione si era prospettato l'utilizzo di un *amortising swap*, nell'ambito del quale la Regione si sarebbe dovuta impegnare ad effettuare pagamenti periodici, corrispondenti alle rate comprensive di quote di capitale ed interessi. La controparte, avrebbe invece dovuto "scambiare" tali pagamenti con una somma che la Regione avrebbe dovuto utilizzare a scadenza per l'adempimento delle obbligazioni. In questo modo, l'utilizzo dello *swap* consente di comprendere nelle rate di rimborso sia quota di capitale che la quota di interessi fin dall'inizio dell'ammortamento, evitando di spostare l'onere del debito sui successivi amministratori<sup>17</sup>.

E' bene ricordare che in tale operazione, i contratti di prestito obbligazionario o mutuo originari e preesistenti, non vengono modificati, ma costituiscono esclusivamente la base di calcolo per la determinazione dei flussi di interesse.

17. Mori M., *Opportunità strategiche nel mercato dei derivati*, La finanza locale, Maggioli, Rimini, n. 12, 2000, pagg. 1715-1729.

Elemento del contratto	Descrizione
<b>Capitale nozionale</b>	Capitale teorico preso a riferimento per il calcolo dei flussi di interesse
<b>Trade date</b>	Data in cui si stipula il contratto, i cui effetti decorrono dalla effective date
<b>Effective date</b>	Data di inizio dell'operazione da cui cominciano a decorrere gli interessi
<b>Settlement data</b>	Data di regolamento dell'eventuale pagamento iniziale
<b>Termination date</b>	Data di fine dell'operazione, definita anche con il termine maturità
<b>Payment date</b>	Data di pagamento dei flussi di interesse
<b>Reset dates</b>	Date di ridefinizione del tasso variabile
Componenti parte fissa	Descrizione
<b>Fixed rate payer</b>	Parte che paga in base al tasso fisso
<b>Fixed coupon</b>	Valore del tasso fisso
<b>Payment frequency</b>	Periodicità di pagamento del tasso fisso
<b>Day count</b>	Modalità di computo del tempo trascorso tra due pagamenti relativi al tasso fisso
Componenti parte variabile	Descrizione
<b>Floating rate payed</b>	Parte che paga in base al tasso variabile
<b>Floating index</b>	Tasso che sarà rilevato periodicamente per valorizzare i pagamenti indicizzati
<b>Floating rate optino</b>	Parametro di indicizzazione, ossia l'indice utilizzato per calcolare il flusso variabile
<b>Spread</b>	Valore positivo o negativo da sommare al floating index
<b>Payment frequency</b>	Periodicità di pagamento del tasso variabile
<b>Reset frequency</b>	Frequenza di rilevazione del tasso variabile
<b>Day count</b>	Modalità di computo del tempo trascorso tra due pagamenti relativi al tasso fisso
<b>First count</b>	Tasso in corso per il primo pagamento

### E S E M P I O

Il Comune Gamma ha stipulato un *coupon swap* pagando in base ad un tasso fisso e ricevendo in cambio un flusso rapportato ad un tasso variabile, ed in cui l'operazione prevede solo il pagamento dei differenziali.

Mutuo

Importo mutuo: 100.000 euro

Tasso fisso: 4,5%

Interest rate swap:

Capitale nozionale: 100.000 euro

Tasso variabile: Euribor 6 mesi

Tasso fisso: 5%

Primo tasso: Euribor rilevato 4,5%

Valore del tasso	1° anno		2° anno		3° anno		4° anno		5° anno	
	1° sem.	2° sem.								
<b>Tasso fisso</b>	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%
<b>Tasso variabile</b>	4,5%	5%	5%	5,5%	5,5%	5,5%	6%	6%	6%	6,5%
<b>Differenziale</b>	-0,5%	0	0	+0,5%	+0,5%	+0,5%	1%	1%		

Conseguentemente i flussi che si origineranno dall'operazione sono:

Flussi	1° anno		2° anno		3° anno		4° anno		5° anno	
	1° sem.	2° sem.								
<b>Flussi tasso fisso</b>	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)
<b>Flussi tasso variabile</b>	4.500	5.000	5.000	5.000	5.500	5.500	6.000	6.000	6.000	6.500
<b>Differenziale</b>	(500)	0	0	500	500	500	1.000	1.000	1.000	1.500

Infine la situazione complessiva per l'ente che ha stipulato il contratto sarà

	1° anno		2° anno		3° anno		4° anno		5° anno	
	1° sem.	2° sem.								
<b>Differenziale swap</b>	(500)	0	0	500	500	500	1.000	1.000	1.000	1.500
<b>Interessi addizionali su capitale nozionale</b>	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
<b>Differenziale</b>	(1.000)	(500)	(500)	0	0	0	500	500	500	1.000

Analizzando i dati riportati, si nota come all'aumentare del tasso variabile l'effetto benefico dello *swap* sul costo dell'indebitamento cresce. Considerando solo i differenziali di flussi netti dell'operazione, se in un primo momento lo *swap* produce uno svantaggio in termini di aumento del costo (l'uno per cento del debito), successivamente però si viene a creare un positivo effetto sul bilancio dell'ente in proporzione al crescere dei tassi sui mercati.

Si parla di *currency swap* di contro, quando le due controparti si accordano per scambiarsi flussi di pagamenti, sia per capitali che per interessi, secondo modalità predefinite in valute diverse.

In questo caso 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. Anche i *currency swap* naturalmente, soddisfano le finalità su elencate per gli *interest rate swap*, ma consentono inoltre di rivedere anche le posizioni in valuta.

Le opzioni, sono anch'esse strumenti utilizzati per modificare l'esposizione al rischio di tasso. A differenza degli *swap*, che obbligano entrambe le parti a scambiare flussi di cassa, le opzioni comportano il diritto e non l'obbligo per l'acquirente di acquistare o vendere una determinata attività finanziaria. Le opzioni infatti conferiscono all'acquirente la facoltà, dietro pagamento di un premio, di acquistare (opzioni *call*) o di vendere (opzioni *put*) un'attività sottostante ad un valore prefissato (*strike price*) ad una scadenza prefissata (opzione europea) od entro un determinato periodo (opzione americana). Vi sono diversi tipi di opzioni che possono essere utile ad una gestione attiva del debito. Ad esempio vi sono le opzioni su tassi di interesse di tipo *cap*, le quali consentono di fissare il tetto massimo di interessi (*strike rate*) che un soggetto è disposto a pagare sul proprio indebitamento. Si può ad esempio ipotizzare che l'ente pubblico decida di indebitarsi a tasso variabile, pagando interessi a parametri del mercato monetario, cautelandosi dall'eventuale volatilità dei tassi di interesse a breve termine, mediante l'acquisto di un'opzione di tipo *cap* con un prezzo *strike* pari al valore massimo che l'ente pubblico è disposta a pagare.

Nel caso in cui durante la vita del finanziamento, il valore parametro risulti superiore a quello dello *strike*, la differenza verrebbe pagata dall'intermediario che ha venduto l'opzione, dando luogo ad un risparmio sugli interessi per l'ente pubblico. All'opzione di tipo *cap*, può poi essere associata, un'opzione di tipo *floor*, che fissa di contro la soglia minima di interessi che un soggetto si impegna a pagare sul proprio debito. Mentre però nel caso dell'opzione di tipo *cap*, il soggetto che vuole immunizzare il proprio indebitamento da possibili aumenti dei tassi deve acquistare l'opzione, nel caso dell'opzione *floor*, il soggetto che detiene la passività dovrebbe vendere l'opzione per abbattere il costo dell'indebitamento mediante l'incasso del premio. La combinazione di un'opzione di tipo *cap* e di una di tipo *floor*, fissa un livello massimo ed uno minimo per la variazione degli interessi da corrispondere al finanziatore. Un risultato estremo cui si potrebbe arrivare combinando le due opzioni e fissando lo *strike price* per il *cap* e per il *floor* opportunamente, è la copertura senza costo (*zero cost collar*).

Grazie alle caratteristiche tecniche delle opzioni sui tassi di interesse, l'ente pubblico può dunque gestire l'esposizione al rischio di fluttuazione dei tassi di interesse, ponendo in essere forme di garanzia. Questi strumenti svolgono una funzione simile ai premi assicurativi in quanto salvaguardano l'equilibrio finanziario e di bilancio dell'azienda anche nel caso lo stesso sia indebitato prevalentemente a tasso variabile.

Infine si può anche citare quale strumento derivato, utile alla gestione del passivo il *forward rate agreement*. Il *forward rate agreement* è un contratto mediante il quale due controparti si impegnano a scambiare fra loro, ad una scadenza ben definite, un flusso di cassa corrispondente al differenziale tra il tasso monetario del momento ad un predeterminato livello di riferimento. A differenza delle opzioni, in cui la facoltà viene acquisita solo dietro pagamento del premio, il contratto di *forward* vincola le parti. Rispetto allo *swap* sui tassi di interesse, che per definizione ha durata pluriennale, il *forward* si riferisce ad un unico futuro intervallo temporale, in genere trimestrale o semestrale e viene utilizzato per fronteggiare variazioni di tasso nel breve periodo.

La Provincia di Frosinone ha in programma un'operazione di *interest rate swap* del valore complessivo di circa 62 milioni di euro. Nel mese di ottobre 2002 sono state avviate le procedure per la selezione dell'advisor che assisterà la Provincia nell'individuazione delle strategie possibili per la trasformazione dell'indebitamento. La Provincia di Frosinone ha un indebitamento costituito da circa 62 milioni di euro di vecchi mutui accesi dalla Provincia con le banche. Di tale debito, circa il 50% è a tasso fisso ed il restante a tasso variabile. Con gli *swap*, la Provincia punta ad abbassare il costo dell'indebitamento e ridurre i rischi legati a futuri aumenti dei tassi di interesse.

#### 4.4 La disciplina per le amministrazioni pubbliche

Per quanto riguarda l'aspetto legislativo della rinegoziazione e ristrutturazione del debito, occorre prendere in considerazione le varie disposizioni che si sono succedute nel corso degli ultimi anni e che hanno variamente delineato l'utilizzo degli strumenti derivati nel campo delle pubbliche amministrazioni.

Il primo riferimento normativo per l'utilizzo degli strumenti derivati negli Enti Locali è costituito dall'art. 41 della Legge 28 dicembre 2001, n. 448 "*Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello stato*".

Al comma 2 dell'art. 41 viene infatti disposto che gli enti territoriali "*possono emettere titoli obbligazionari 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 ammor-*

tamento del debito, o previa conclusione di swap per l'ammortamento del debito". Tale disposizione seguiva alla previsione del D.M. del tesoro 5 luglio 1996 che stabiliva l'obbligatorietà di uno swap (seppur su divise anziché tassi di interesse) per le emissioni obbligazionarie comunali in valuta estera, a copertura dei rischi di cambio (*currency swap*).

Di maggiore interesse risulta poi essere la seconda parte del comma 2 dell'art. 41 Legge 448/2001 che stabilisce le condizioni per la rinegoziazione del debito: "Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegoziazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito di imposta sostitutiva di cui all'art. 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni".

In generale poi, si ritiene<sup>18</sup> che l'utilizzo da parte degli Enti Locali degli *swap* sui tassi di interesse ed altri strumenti derivati sia pienamente legittimo ai sensi dell'art. 149, comma 2 del D.Lgs 267 del 2000 che riconosce ai comuni ed alle province autonomia finanziaria: "ai Comuni e alle Province la legge riconosce, nell'ambito della finanza pubblica, autonomia finanziaria fondata su certezza di risorse proprie e trasferite<sup>19</sup>".

Inoltre altre pubbliche amministrazioni, quali Stato e Regioni, hanno delle proprie norme a riguardo che permettono l'utilizzo degli strumenti derivati al fine di ristrutturare il proprio indebitamento. Ad esempio si possono consultare:

- Art. 2, comma 165, Legge 662 del 1996 la quale prevede che "Il Ministero del Tesoro, tenendo conto del mercato, può ristrutturare il debito pubblico";
- Art. 1, Legge 22 del 1998 della Regione Emilia Romagna la quale autorizza la giunta ad utilizzare strumenti operativi previsti dalla prassi dei mercati finanziari per ristrutturare i mutui in essere.

Infine un quadro completo della materia può essere realizzato esaminando anche la bozza di decreto ministeriale che regola l'attività in strumenti derivati da parte degli Enti Locali, discussa il 9 maggio 2002 in sede di conferenza unificata. In tale bozza si dispone che gli unici contratti derivati che possono essere utilizzati dagli enti territoriali sono:

- *Swap* su tassi di interesse;
- *Collar*;
- Combinazioni di elementi base di *collar*;
- *Forward Rate Agreement*.

Le operazioni citate sono consentite a norma del regolamento solo in "corrispondenza di passività effettivamente dovute e non possono essere indicizzate esclusivamente a parametri monetari di riferimento

18. Si veda Strumenti finanziari derivati e politiche di gestione, di M. Marconi e A. Finetti, in Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli Enti Locali, a cura di Pignatti O., Maggioli editore, Rimini, 2001

19. Ma si veda anche quanto stabilito dall'art. 3 in tema di autonomia finanziaria dei Comuni e Province.

nell'area dei paesi appartenenti al gruppo dei sette più industrializzati". Inoltre le operazioni citate devono essere stipulate con controparti affidabili, ossia denominate affidabili dalle società di *rating*.

La prima operazione da compiere per effettuare una ristrutturazione del debito tramite prodotti derivati è prevedere l'utilizzo di tali strumenti nel regolamento di contabilità dell'ente. Successivamente le fasi relative all'iter procedurale ed amministrativo per l'utilizzo di un contratto derivato saranno:

- determinazione all'interno della Relazione Previsionale e Programmatica dell'obiettivo da raggiungere tramite lo strumento derivato;
- affidamento dell'obiettivo al dirigente responsabile tramite il Piano Esecutivo di Gestione<sup>20</sup>;
- determina a contrattare per l'individuazione dell'*Advisor*;
- scelta dell'*advisor* tramite gara informale utilizzando quali parametri fondamentali *rating* della controparte e costo da sostenere;
- affidamento dell'incarico di consulenza tramite determina dirigenziale. Il consulente supporterà la pubblica amministrazione nella puntuale definizione degli scopi, degli strumenti e dei criteri di contabilizzazione, esaminando la struttura debitoria dell'ente e delineando possibili strategie da adottare in tema di ristrutturazione del debito;
- definizione dell'accordo normativo quadro<sup>21</sup>;
- approvazione della strategia di ristrutturazione del debito in Consiglio. Viene fatta una delibera che fissa le linee guida lasciando la conclusione delle operazioni entro i limiti prefissati al dirigente;
- Determina del dirigente per concludere l'operazione, sulla base dei limiti dati dalla Giunta o dal Consiglio;
- Individuazione tramite bando di gara della controparte. L'intermediario scelto dovrà possedere un adeguato *rating* ed i requisiti previsti nel bando.

20. Nel PEG devono essere anche specificati i criteri di scelta del consulente finanziario.

21. Tale accordo può essere standardizzato secondo le linee guida della Associazione Internazionale dei *Dealers* in *Swap*, oppure può essere adattato alle specifiche esigenze dell'Ente Locale.

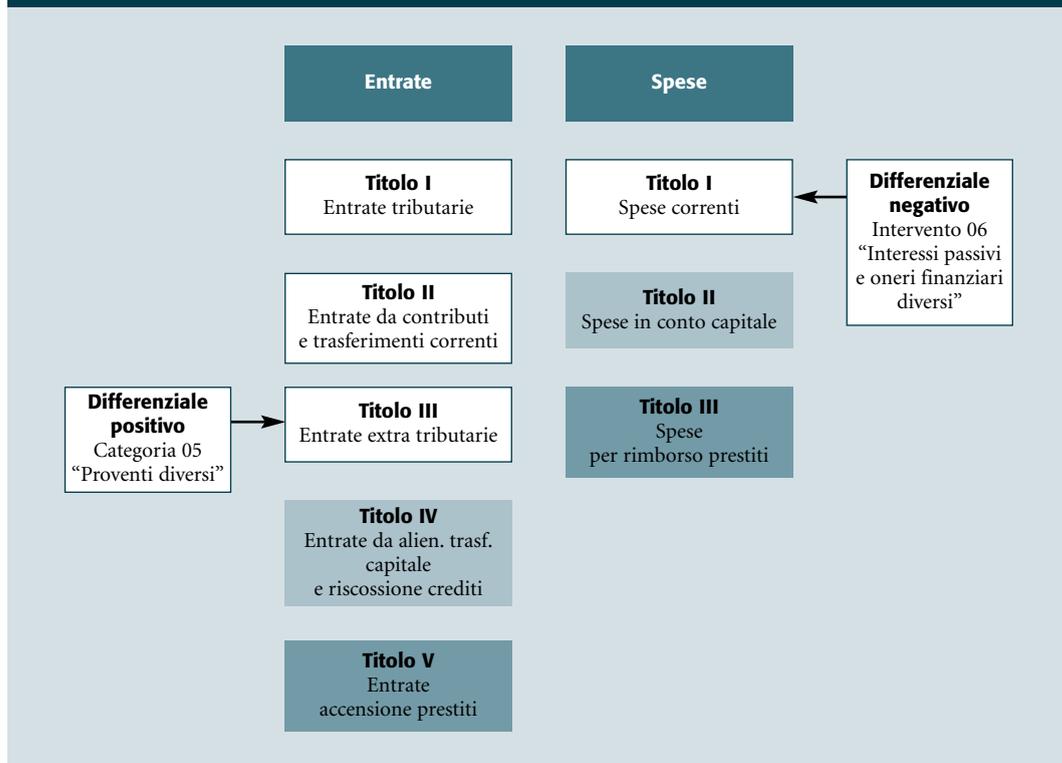
La Provincia di Varese è il primo ente pubblico che utilizza a proprio vantaggio gli *interest rate swap* per ristrutturare il proprio debito. Le ridotte entrate proprie, l'esigenza di rispettare il Patto di stabilità e la necessità di una gestione finanziaria efficiente per realizzare nuovi investimenti per le funzioni trasferite dallo Stato, ha spinto l'amministrazione a sperimentare tale strumento. Grazie alla ristrutturazione del debito, passata da 20 a quattro anni, e l'indicizzazione su un importo di circa 27 milioni di euro su onerosi mutui contratti con la Cassa Depositi e Prestiti, la Provincia ha risparmiato circa 1 milione di euro.

## 4.5 Modalità di contabilizzazione ed impatto sul bilancio

Per quanto riguarda la contabilizzazione delle somme risultante dall'utilizzo degli strumenti derivati, non essendoci vincoli normativi al riguardo, appare opportuno che ogni ente decida il proprio metodo di contabilizzazione, con criteri da specificare nell'ambito dei documenti che fanno riferimento all'iter amministrativo e procedurale esaminato.

In generale 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, 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".

Figura 4.5



Per limitare l'impatto di bilancio dell'operazione 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.

#### 4.6 Vantaggi nell'utilizzo degli strumenti di finanza derivata nel *liability management*

E' necessario evidenziare e riepilogare, a questo punto, i diversi vantaggi derivanti dall'utilizzo degli strumenti derivati nella gestione attiva dell'indebitamento, al fine di contribuire alla diffusione ed all'adozione di tali strumenti anche in ambito pubblico, rendendo più efficiente la gestione delle risorse ed il costo di approvvigionamento delle stesse.

Il primo vantaggio che emerge, nella realizzazione di tali operazioni, è costituito dalla possibilità di trasformare le caratteristiche del proprio indebitamento, sfruttando particolari condizioni ed opportunità presenti sui mercati, in modo da realizzare un risparmio sui costi, derivante dai minori interessi da pagare nel processo di ammortamento dei capitali presi a prestito. Tale vantaggio è però piuttosto generale e risulta accomunabile a molti altri strumenti del *liability management*. Occorre considerare però che mentre vi sono strumenti di indebitamento che consentono al loro interno una modificazione delle principali caratteristiche (mutui rinegoziabili), vi sono anche alcuni prestiti non modificabili, 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.

Di contro, un beneficio esclusivo che si origina dall'utilizzo di strumenti di finanza derivata, è dato dalla possibilità di ristrutturare il debito, però in tempi più rapidi rispetto ai tradizionali strumenti che richiedono procedure più lunghe e laboriose. Si pensi, ad esempio alla rinegoziazione dei mutui ed al necessario assenso che vi deve essere da parte dell'istituzione che concede le risorse finanziarie. Inoltre, grazie alla 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.

Come si è avuto occasione di evidenziare, gli strumenti di finanza derivata, assumono poi un ruolo di garanzia per l'azienda, coprendo il proprio portafoglio da rischi di volatilità dei tassi di cambio e dei tassi di interesse, come ad esempio nel caso di opzioni di tipo *collar*.

Lo strumento considerato si caratterizza anche per la trasparenza dell'operazione che risulta direttamente legato all'andamento dei tassi di interesse o più in generale alla *performance* dell'attività sottostante.

Infine non può essere certo trascurata la possibilità di svolgere tramite gli strumenti derivati, operazioni di arbitraggio sul nuovo indebitamento, sfruttando le differenze di tasso tra i vari segmenti di mercato, nonché le aspettative sui tassi di interesse.

A queste caratteristiche se ne potrebbero aggiungere delle altre legate alla possibilità di considerare *swap* e *option* non come strumenti di copertura dei rischi e di liability management, quanto come veri e propri strumenti di investimento. Ma in questo caso, a differenza delle imprese private, occorre che l'ente pubblico presti particolare attenzione all'utilizzo di tali strumenti, adottando un comportamento prudente, pur non trascurando la possibilità di migliorare la gestione finanziaria e ottenere un risparmio di risorse<sup>22</sup> destinabili al finanziamento di opere pubbliche ed infrastrutture.

#### 4.7 Limiti all'utilizzo degli strumenti di finanza derivata

Il ricorso alla gestione attiva del debito e l'utilizzo degli strumenti di finanza derivata, è soggetta a diversi limiti.

Innanzitutto uno dei grossi problemi alla diffusione dello *swap* nella pubblica amministrazione è rappresentato dall'indeterminatezza del costo. Almeno nel caso dello *swap*, infatti non è possibile a priori determinare il costo dell'operazione, in quanto la stessa dipende, dall'andamento del parametro di riferimento che determina il costo reale del finanziamento. Più lungo è il contratto in considerazione, più aumenta il rischio che l'operazione si riveli un fallimento per l'ente pubblico. Inoltre la convenienza al ricorso ad operazioni di *swap*, ma discorso analogo vale anche per le opzioni, dipende in maniera determinante dall'evoluzione dei tassi, dalla capacità prevista dell'ente e dal differenziale che si viene a creare tra i tassi oggetto del contratto. Infine vi sono dei limiti derivanti dal fatto che la situazione di bilancio influenza la valutazione dell'intermediario e le condizioni dell'operazione di *swap*. Se vi è un *rating* positivo e la solvibilità dell'ente è garantita, è più facile che l'intermediario possa concordare con l'ente pubblico un contratto con migliori condizioni, quali un più basso *spread*. Di contro laddove le spese siano rigide e la situazione di bilancio dell'azienda non sia buona, il ricorso a tali strumenti può essere costoso. Lo *swap*, può pertanto divenire esso stesso da strumento di ristrutturazione del debito e di copertura dei rischi, a costo aggiuntivo per la pubblica amministrazione.

E' bene, poiché l'utilizzo degli strumenti derivati può determinare risparmi iniziali seguiti da perdite finali, destinare parte dei differenziali positivi ottenuti alla costituzione di un fondo rischi in bilancio. In tal modo, si possono compensare eventuali differenziali negativi che potrebbero verificarsi in alcuni momenti di vita del contratto, svincolando, poi le risorse finanziarie rimaste al termine del contratto.

Un altro problema derivante dall'utilizzo degli strumenti strutturati nella gestione del debito è data dalla lentezza dei processi amministrativi che contrasta con la rapidità d'azione richiesta necessariamente dal tipo di operazione. Nel caso delle aziende pubbliche infatti, essendo operazioni che modificano le condizioni di indebitamento

22. Una compressione della spesa corrente per l'ammortamento dei mutui e dei prestiti, agisce sui risultati d'amministrazione in modo da incrementare le risorse pluriennali potenzialmente destinabili a nuovi investimenti.

deliberate solitamente dall'organo consiliare, con ricadute finanziarie non solo sul bilancio annuale, le operazioni o le strategie da seguire devono essere deliberate, almeno nelle sue linee fondamentali, dall'organo consiliare. Naturalmente poi nell'operazione interviene anche l'organo esecutivo che determina le singole operazioni da effettuare. Infine il dirigente, nell'ambito dei limiti del mandato fissato dall'organo esecutivo o consiliare dell'azienda conclude le operazioni. Tale processo richiede del tempo, che potrebbe nuocere alla convenienza dell'operazione ed alla possibilità di cogliere una favorevole congiuntura di andamento dei tassi.

Tra i diversi limiti che sussistono alla diffusione degli strumenti di finanza derivata, può anche essere considerata l'inesistenza sul mercato di contratti prontamente ed economicamente rispondenti alle esigenze dell'ente pubblico. In altre parole non è detto che vi siano operatori con rischio implicito uguale ma di segno contrario a quelle oggetto della perseguita copertura che vogliono porre in essere il contratto. E' quindi possibile che si realizzi solo in parte l'obiettivo della copertura dal rischio, anche se una copertura parziale è preferibile certamente ad una copertura totale per un soggetto avverso al rischio. L'utilizzo di strumenti derivati nella gestione finanziaria delle aziende pubbliche, pone inoltre tutta una serie di problematiche organizzative ed economiche-finanziarie quali:

- la capacità di sviluppare processi efficienti di trasformazione dell'indebitamento attraverso l'utilizzo di strumenti derivati. Efficienti processi di *liability management* dipendono fondamentalmente dall'adeguatezza di strutture dedicate a tale attività, dalla snellezza degli strumenti contrattuali adottabili dalle pubbliche amministrazioni, dall'inserimento delle operazioni in questione in una più ampia strategia finanziaria di ristrutturazione del debito, ed infine dalla disponibilità di *advisor* che sappiano sopperire ed indirizzare l'ente pubblico verso le migliori alternative;
- la disponibilità di strumenti che rispondano alle caratteristiche ricercate dall'ente pubblico. In assenza di strumenti derivati con le caratteristiche ricercate, l'ente pubblico potrebbe non avere convenienza ad utilizzare tali strumenti per la ristrutturazione del debito, e decidere di optare verso altre strategie di ristrutturazione del debito.

La Provincia di Siracusa, ha ristrutturato a marzo del 2003, il proprio debito (circa 25 milioni di euro) ricorrendo all'uso di un particolare *swap* (*Irs In & Out*). L'operazione consente alla Provincia di Siracusa di pagare interessi ad un tasso fisso inferiore rispetto a quello che regola l'attuale indebitamento dell'Ente, a fronte dell'accettazione di una soglia regolata dall'indice Euribor, oltre la quale il tasso si trasforma in variabile.

Nell'agosto del 2002, il Comune di Giarre ha ristrutturato il proprio debito, ricorrendo a strumenti innovativi di finanza derivata (*swap*) per un valore di circa 15 milioni di euro. Nello specifico l'operazione consente al Comune di Giarre di pagare interessi ad un tasso fisso inferiore rispetto a quello che regola l'attuale indebitamento dell'ente, a fronte dell'accettazione di una soglia, regolata dal tasso Euribor, oltre la quale il tasso si trasforma in variabile.

Nel gennaio 2003, il Comune di Reggio Calabria ha proceduto alla ristrutturazione del proprio debito. L'operazione per un valore di circa 70 milioni di euro, è stata realizzata attraverso l'uso di uno strumento di finanza derivata denominato "*Irs In & Out*" che permette agli amministratori di attuare una gestione dinamica delle finanze pubbliche, contenendo il livello del rischio in previsione di condizioni di mercati favorevoli. Il Comune si è impegnato contrattualmente a pagare interessi ad un tasso fisso inferiore rispetto a quello che regola l'attuale indebitamento dell'ente, a fronte dell'accettazione di una soglia, oltre la quale il tasso si trasforma in variabile.

L'assessorato alle finanze del Comune di Venezia, nel giugno del 2001, con il supporto di Merrill Lynch, ha definito una strategia di ristrutturazione del debito di medio lungo periodo. Il Comune di Venezia ha realizzato una modulazione del debito (circa 210 milioni di euro) attraverso un'operazione di *swap* sugli interessi che ha liberato risorse per circa 7 milioni di euro. Il Comune ha inoltre effettuato un'emissione di titoli obbligazionari destinati al rifinanziamento dei mutui pregressi (circa 43 milioni di euro) per i quali era ammessa l'estinzione anticipata.

Il Comune di Udine ha realizzato nel 2001 un'operazione di *interest rate swap* su un ammontare di debito di circa 26 milioni di euro della durata di 5 anni. La pubblica amministrazione si è impegnata ad effettuare uno scambio di flussi di interesse il cui ammontare dipende dall'andamento del tasso di riferimento scelto: Euribor a 6 mesi *actual 360* rilevato nei giorni lavorativi antecedenti il 30 giugno e il 31 dicembre di ogni anno. Se l'Euribor rimane sotto la soglia del 6% il Comune paga il 6,04% e la controparte coprirà gli interessi residui sul debito esistente. Di contro se il tasso di riferimento supera la soglia del 6%, il comune è obbligato a pagare l'euribor a 6 mesi *actual 360* aumentato di uno *spread* di 2,30%.

Il Comune di La Spezia ha concluso nel 2000 un contratto di *swap*, scambiando la propria curva di tassi fissi (tassi applicati dalla Cassa Depositi e Prestiti) contro un'altra curva di tassi fissi ancorati all'Irs, per un arco temporale di tre anni. Successivamente, in base all'operazione, il Comune scambierà il tasso fisso con tassi variabili con una scadenza anteriore alla scadenza del debito principale. La durata di questa seconda operazione è di 7 anni. L'ammontare complessivo dell'operazione è di poco superiore a circa 40 milioni di euro.

## 4.8 Gli *energy swap*

Energy swap	
<b>Definizione</b>	Strumento derivato, costituito da un contratto stipulato tra due controparti per lo scambio di flussi finanziari, secondo specifiche modalità
<b>Caratteristiche</b>	Il contratto viene sottoscritto per mezzo di un intermediario finanziario, il quale, a fronte di una commissione, gestisce l'operazione e controlla il regolare svolgimento di questa garantendo le controparti del reciproco rischio di insolvenza. La sottoscrizione di un <i>energy swap</i> , comporta lo scambio di un flusso monetario relativo al prezzo del bene oggetto del contratto, ossia dell'energia elettrica
<b>Finalità</b>	L'ottenimento di una valida copertura ( <i>hedging</i> ) contro il rischio di fluttuazione del prezzo dell'energia elettrica. Uno <i>swap</i> che consente di acquistare a prezzo fisso ed a vendere a prezzo variabile, induce una posizione di rischio positiva nel caso di prezzi crescenti, e negativa nel caso di prezzi decrescenti
<b>Mercati di riferimento</b>	Lo <i>swap</i> energetico è negoziato sui mercati <i>over the counter</i> , ossia non regolamentati

L'*energy swap* è uno strumento che permette di offrire agli Enti Locali nuovi strumenti di copertura del rischio collegato alla volatilità dei prezzi dell'energia e di controllare le spese di bilancio per la fornitura di energia elettrica. La nuova frontiera della finanza innovativa, dell'evoluzione tecnica degli strumenti e del *risk management* si rivolge proprio ai derivati per la copertura del rischio energetico. Gli strumenti utilizzati sono contratti assimilabili nella sostanza, alla categoria degli *swap*, anche se si differenziano da quest'ultimi per il sottostante, ossia l'energia elettrica.

La spesa energetica e per combustibili si caratterizza per un elevato grado di esposizione alle fluttuazioni dei prezzi di mercato e segnatamente, del prezzo del petrolio e del tasso di cambio euro-dollaro. Tale variabilità può rappresentare un significativo fattore di rischio

per i bilanci delle pubbliche amministrazioni e necessita di un puntuale monitoraggio e di specifiche modalità di intervento. In tale scenario, Regioni, Enti Locali ed aziende pubbliche sono posti dinanzi nuovi rischi ma anche dinanzi a nuove opportunità. Gli Enti Locali che hanno, rilevanti spese per energia elettrica, dovrebbero a tal fine valutare l'impatto dell'andamento delle variabili energetiche sul proprio bilancio, per poi successivamente redigere un piano di gestione del rischio energetico ed operare un *hedging* del rischio con appropriati strumenti finanziari. In termini tecnici si tratta di stipulare un contratto *swap* che trasforma il prezzo variabile della tariffa elettrica, legato al costo del petrolio, in un prezzo fisso e predeterminato. In tal modo è possibile prevedere e controllare la dinamica dei capitoli di spesa corrente afferenti le spese per la fornitura di energia elettrica od il prezzo dei carburanti nel caso di aziende pubbliche di trasporto. L'*energy swap* rappresenta una sorta di assicurazione contro i rischi di aumento della bolletta energetica degli Enti Locali e rientra nel più vasto processo di *risk management* delle pubbliche amministrazioni.

L'*energy swap* è un accordo tra due parti attraverso il quale una controparte può modificare il pagamento di una predeterminata quantità di elettricità da variabile in fisso, obbligandosi a regolare le differenze tra il prezzo fisso di riferimento del contratto e quello variabile riscontrabile sul mercato. Il contratto può essere stipulato per un semestre o per un anno, consentendo di predeterminare un costo certo per l'esercizio finanziario e rendere più attendibili le previsioni degli stanziamenti di bilancio per la fornitura di energia elettrica. Tra le prime pubbliche amministrazioni italiane a far partire una simile operazione vi sono il Comune di Milano e la Provincia di Palermo.

Il comune di Milano nel gennaio di quest'anno ha sottoscritto un'*energy swap* per un ammontare di 10 milioni di euro a fronte di un costo dell'energia elettrica del comune di 35-40 milioni di euro ogni anno. Sulla scia di tale operazione, anche la Giunta Provinciale di Palermo ha recentemente deliberato la realizzazione di una operazione simile a quella del Comune di Milano, ricorrendo ad un *energy swap* con un nozionale di 4.000.000,00 kWh. Ma anche per le aziende di trasporto, simili contratti dimostrano una loro utilità e potenzialità. Si pensi all'esperienza dell'ATAC di Roma, che nel 2002 ha perfezionato un'operazione finalizzata alla copertura del rischio di un rialzo del costo del carburante, una delle prime voci di spesa nel bilancio aziendale di queste aziende (38,7 milioni di euro).

I contratti utilizzati nei primi due casi, denominati *Ct swap*, forniscono una protezione completa da variazioni dell'indice Ct, utilizzato per il calcolo della tariffa elettrica in Italia e periodicamente aggiornato dall'Autorità per l'energia elettrica e il gas. Il parametro Ct riflette l'andamento dei prezzi dei combustibili utilizzati per la produzione termoelettrica.

Nel ricorso all'*energy swap*, le pubbliche amministrazioni dovrebbero fare attenzione a selezionare un valido operatore finanziario che abbia esperienza in operazioni similari e che riesca ad intermediare la cultura finanziaria con quella delle pubbliche amministrazioni. Le stesse inoltre, per non rimanere esposte totalmente al rischio energetico, dovrebbero adottare una strategia che li porti, così come è stato fatto nelle operazioni sin qui compiute, a sottoscrivere *energy swap* solo per una quota parte delle spese elettriche.

<b>Glossario</b>	<b>Descrizione</b>
<b>Nozionale</b>	Valore nominale usato per il calcolo dei flussi di cassa sugli <i>energy swap</i>
<b>Trade date</b>	Data in cui si stipula il contratto, i cui effetti decorrono dalla <i>effective date</i>
<b>Effective date</b>	Data di inizio dell'operazione da cui cominciano a decorrere gli interessi
<b>Settlement data</b>	Data di regolamento dell'eventuale pagamento iniziale
<b>Termination date</b>	Data di fine dell'operazione, definita anche con il termine maturità
<b>Payment date</b>	Data di pagamento dei flussi di interesse
<b>Reset dates</b>	Date di ridefinizione del tasso variabile
<b>Fixed Ct payer</b>	Parte che paga in maniera fissa, a prescindere dalla variazione dell'indice Ct
<b>Floating Ct payed</b>	Parte che paga in base alla variazione dell'indice Ct
<b>Floating index</b>	Indice utilizzato per il calcolo del prezzo dell'energia elettrica ed alla base dello scambio di flussi tra i due contraenti
<b>Fixed Ct</b>	Valore dell'indice utilizzato per il calcolo del flusso del <i>fixed Ct payer</i>
<b>Floating Ct</b>	Valore Ct che sarà rilevato periodicamente per calcolare i pagamenti indicizzati da parte del <i>Floating Ct payed</i>
<b>Payment frequency</b>	Periodicità di pagamento
<b>Reset frequency</b>	Frequenza di rilevazione dell'indice
<b>Day count</b>	Modalità di computo del tempo trascorso tra due pagamenti relativi
<b>First count</b>	Tasso in corso per il primo pagamento

## **Aviso di licitazione privata per la selezione di un istituto di credito che elabori strategie di possibile copertura dal rischio di oscillazione del prezzo dell'energia elettrica**

L'amministrazione comunale di . . . intende ottimizzare i costi della fornitura di energia elettrica, attraverso una copertura del rischio di oscillazione del prezzo per mezzo di un commodity swap.

A tal fine, il comune di . . . , intende individuare, a seguito di licitazione privata tra Istituti di credito autorizzati a svolgere attività bancaria, finanziaria e creditizia ai sensi dell'art.10 del D.Lgs n. 385/1993, un istituto che elabori proposte di copertura dal rischio di crescita del prezzo dell'energia elettrica attraverso l'uso di strumenti derivati swap.

Gli istituti di credito interessati sono quindi invitati a far pervenire, a loro esclusivo rischio ed onere, entro il termine perentorio del . . . / . . . / . . . , la domanda di partecipazione sottoscritta da funzionario munito di apposita procura, in plico chiuso, con tutti i lembi di chiusura controfirmati dall'istituto di credito e sigillati con ceralacca, riportante:

- l'indirizzo di questo comune;
- l'indicazione dell'indirizzo dell'Istituto di credito;
- la scritta "licitazione privata per la selezione dell'istituto di credito che elabori strategie di possibile copertura dal rischio di oscillazione del prezzo dell'energia elettrica".

I plichi devono pervenire, a mezzo raccomandata del servizio postale, ovvero mediante agenzia di recapito autorizzata all'indirizzo "comune di . . . , indirizzo . . . cap . . . provincia . . .".

E' altresì facoltà dei concorrenti la consegna a mano dei plichi, negli orari di apertura al pubblico presso il servizio finanziario della stazione appaltante.

Le operazioni di verifica dell'ammissibilità delle domande di partecipazione sono fissate in seduta pubblica, per le ore . . . : . . . del . . . / . . . / . . .

Il termine entro il quale saranno diramati gli inviti a presentare le offerte è fissato per il . . . / . . . / . . .

Gli istituti ammessi riceveranno relativa comunicazione contenente l'invito a presentare l'offerta.

L'offerta dovrà contenere:

- a) uno studio relativo alle possibili soluzioni di copertura dal rischio di incremento delle spese per la fornitura di energia elettrica a causa di oscillazione del prezzo dei prodotti petroliferi;
- b) indicazione della durata dell'operazione;
- c) il tipo di servizio offerto in termini di consulenza ed assistenza per tutta la durata dell'operazione;
- d) eventuali costi per commissioni, spese o quant'altro a carico del comune, dettagliati analiticamente;
- e) documentazione sull'esperienza maturata nell'assistenza finanziaria a favore degli Enti Locali o territoriali.

La commissione appositamente costituita, data atto delle offerte pervenute, in seduta pubblica, alle ore . . . : . . . del . . . / . . . / . . .

Gli atti ufficiali relativi alle spese del comune per la fornitura di energia elettrica sono disponibili previo appuntamento da concordare telefonicamente presso il servizio economico-finanziario del comune di . . . telefono . . .

Le manifestazioni di interesse non saranno vincolanti per l'amministrazione comunale, che si riserva la facoltà di non dar luogo ai successivi atti, senza che i concorrenti possano vantare pretese o indennizzi di sorta per il fatto di aver presentato le loro proposte.

Non si procederà alla stipula del contratto nel caso in cui tutte le offerte presentate risultino non idonee o presentino un elevato grado di rischio o non rispondenti alle esigenze della civica amministrazione.

Comune di . . .

**Verbale di Deliberazione della Giunta Comunale**

N. . . . del . . . / . . . / . . . Prot. N. . . .

**Oggetto: Protezione dal rischio di incremento dei costi per la fornitura di energia elettrica a causa dell'oscillazione dei prezzi petroliferi**

L'anno . . . , addì . . . del mese di . . . , alle ore . . . , nella sede municipale, previo esaurimento delle formalità prescritte dalla Legge e dallo Statuto, si è riunita sotto la presidenza del sindaco . . . la giunta comunale.

Partecipa all'adunanza ed è incaricato della redazione del presente verbale il Segretario comunale . . .

Intervengono i signori:

- . . .
- . . .
- . . .

Il presidente, riconosciuta legale l'adunanza, dichiara aperta la seduta ed invita la Giunta Comunale a trattare l'argomento di cui in oggetto:

**Oggetto: Protezione dal rischio di incremento dei costi per la fornitura di energia elettrica a causa dell'oscillazione dei prezzi petroliferi**

**La Giunta Comunale**

Vista la su estesa proposta di deliberazione;

Visto il decreto legislativo n. 267 del 18.08.2000 "Testo Unico degli Enti Locali";

Acquisiti i pareri favorevoli espressi ai sensi dell'art.49, comma 1, del citato Testo Unico.

Con voti unanimi favorevoli

**Delibera**

- 1) di approvare la proposta di Banca . . . finalizzata alla riduzione del rischio di incremento delle spese per la fornitura di energia elettrica causata dalla oscillazione dei prodotti petroliferi, stabilizzando la spesa corrente del comune a tal fine dedicata;
- 2) di quantificare in euro . . . il nozionale oggetto dell'operazione di cui trattasi;
- 3) di dare decorrenza immediata, all'accordo, che avrà la prima liquidazione a partire dalla scadenza . . . e le successive liquidazioni in coincidenza con il pagamento delle forniture di energia elettrica, ossia . . . ;
- 4) di dare mandato al responsabile del servizio finanziario del Comune di . . . a sottoscrivere l'accordo con Banca . . . ;
- 5) di dare mandato al Responsabile del Servizio finanziario del Comune di . . . di accantonare una somma pari al . . . % a titolo di "Fondo rischi su variazione spese per la fornitura di energia elettrica";
- 6) di prendere atto che la Banca . . . si impegna a fornire consulenza ed assistenza durante tutta la durata dell'operazione;
- 7) di garantire la futura disponibilità delle risorse finanziarie del Comune a fronte dell'eventuale pagamento di oneri da corrispondere a Banca . . . in relazione all'operazione di swap sopraesaminata.

Con separata votazione unanime la presente deliberazione è dichiarata immediatamente eseguibile, ai sensi dell'art. 134, co. 4, del citato D.Lgs. n. 267/2000

# 5. La cartolarizzazione nelle amministrazioni pubbliche

## 5.1 Introduzione

Tra le tecniche finanziarie che si sono imposte all'attenzione di studiosi, amministratori e politici, in quest'ultimo periodo vi è senza dubbio la cartolarizzazione.

La cartolarizzazione è frutto della dinamica di evoluzione dell'intermediazione finanziaria lungo gli assi degli strumenti e dei processi. In essa si possono ritrovare due delle caratteristiche di tale evoluzione: l'individuazione e la realizzazione di differenti circuiti negoziali e organizzativi della gestione dei flussi finanziari e la riaggregazione dei prodotti esistenti in modo da soddisfare i più svariati fabbisogni di finanziamento delle diverse tipologie di aziende.

L'innovazione lungo l'asse degli strumenti si riferisce alla possibilità con un contratto di differente tipo rispetto a quelli tradizionali, di smobilizzare voci dell'attivo che non sono liquide, trasformandole in altre voci del capitale circolante o in impieghi a lungo termine.

L'innovazione di processo si riferisce invece al fatto che i flussi di cassa derivanti dagli impieghi in crediti, nel processo di cartolarizzazione sono selezionati sulla base delle affinità delle componenti finanziarie<sup>1</sup> in modo da supportare e garantire l'emissione sul mercato dei capitali di titoli rappresentativi di tali crediti, che servono a finanziare l'intera emissione. L'innovazione di processo attiene inoltre alla possibilità derivante dall'utilizzo di tale strumento, di rivolgersi direttamente ai mercati finanziari, generando per le aziende che vi ricorrono un risparmio di costi non indifferente.

Tale tecnica di finanza strutturata, dimostra di essere una delle più promettenti ed interessanti nell'ambito delle strategie finanziarie realizzate dalle pubbliche amministrazioni, permettendo di acquisire immediata liquidità, senza dover ricorrere all'indebitamento bancario e all'utilizzo di linee di credito che potrebbero essere più utili e convenienti in altre occasioni ed urgenze. Con la cartolarizzazione si evita inoltre di dover procedere all'emissione diretta di obbligazioni o ad un incremento di imposte e tariffe.

Come tecnica di finanziamento la cartolarizzazione è ormai in uso da alcune decine di anni a partire dalla prima operazione ufficial-

1. Ad esempio tasso di interesse, flussi di cassa, valore del capitale impiegato, valuta di denominazione, presenza o meno di garanzie, ecc.

mente strutturata nel 1977, negli Stati Uniti da Bank of America su un portafoglio di mutui immobiliari della Federal National Mortgage Association. Anche in Europa, le prime operazioni di cartolarizzazione hanno origine pubblica e riguardavano emissione di titoli garantiti da mutui ipotecari.

In termini generali la cartolarizzazione può essere descritta come un processo di trasformazione in titoli negoziabili (definiti con la terminologia anglosassone *asset backed securities* e abbreviati con l'acronimo ABS) di un pool di attività "illiquide" in grado di generare flussi di cassa determinati o statisticamente stimabili: frequentemente una massa di crediti, ma, più in generale, qualunque complesso di attività in grado di generare un *cash flow* relativamente regolare nel corso di un certo arco temporale.

La cartolarizzazione, traduzione del termine inglese *securitization*, consta dunque di due fasi: la cessione di crediti che producono flussi finanziari pluriennali e la successiva emissione di titoli negoziabili e collocabili sul mercato che incorporano il valore dei crediti ceduti.

Una prima considerazione di rilievo che può essere operata al riguardo è che i crediti oggetto della cartolarizzazione dovrebbero essere liquidi, certi ed esigibili escludendo quindi da tale attività la mobilitazione di crediti ad alto rischio o in sofferenza. Ciò spiega anche il motivo per cui la cartolarizzazione ha interessato prima di tutto i crediti relativi ai mutui fondiari. Anche le locazioni finanziarie e altri crediti in genere possono prestarsi alle operazioni di *securitization*. Il requisito indispensabile è che il cespite sia in grado di produrre un reddito apprezzabile e sia inoltre liquidabile senza troppe difficoltà e lungaggini in caso di inadempimento od insolvenza da parte del debitore. In concreto, molte volte la cartolarizzazione è stata comunque utilizzata dalle diverse aziende per "ripulire i loro bilanci" da crediti di difficile esigibilità.

La conversione dei crediti in titoli avviene solitamente attraverso il conferimento di un insieme di crediti con caratteristiche omogenee ad una società veicolo, costituita ad hoc per la specifica operazione, la quale provvede quindi ad emettere titoli (sovente riconducibili all'obbligazione o quote di partecipazioni) ed a collocarli sul mercato nazionale e/o internazionale.

A questo punto può esser notato che l'elemento cardine del processo di cartolarizzazione è costituito dalla irrilevanza del rapporto tra indebitamento originato dall'emissione dei titoli e il patrimonio della società emittente (definita usualmente società veicolo). In altre parole, nel caso la società emittente compia più operazioni di emissione di titoli, ciascuna operazione avrà quale garanzia e copertura il blocco di crediti che ne hanno originato la emissione e non il patrimonio della società emittente. I crediti ceduti in blocco si intendono quindi segregati e costituiscono la garanzia offerta alla emissione dei titoli.

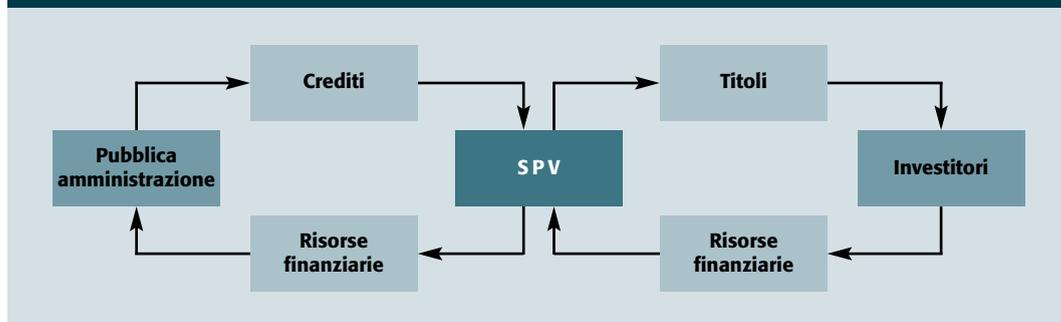
La tecnica della cartolarizzazione gestisce inoltre un problema

complesso con un approccio orientato alla deverticalizzazione del processo finanziario e all'apporto di risorse complementari e di competenze distintive di operatori diversi.

La struttura può essere per tal motivo variamente articolata ma prevede solitamente le seguenti fasi, (vedi figura 5.1):

1. la pubblica amministrazione titolare dei crediti (detta originator) cede dietro pagamento di un corrispettivo, in tutto o parte del suo portafoglio crediti ad una società cessionaria costituita ad hoc e detta *Special Purpose Vehicle* (ovvero SPV); le caratteristiche principali di SPV sono il ridotto rischio di fallimento e l'indipendenza, anche a livello di controllo di gruppo, dall'originator;
2. la SPV finanzia l'acquisto dei crediti mediante l'emissione di titoli di debito collocabili sui mercati finanziari o presso investitori istituzionali privati;
3. i titoli in questione sono acquistati da investitori che prendono in considerazione non tanto il nome del soggetto emittente, bensì il rendimento del sottostante portafoglio crediti, le garanzie che accompagnano gli stessi, e la valutazione complessiva del rischio effettuata da apposite società di *rating*.

Figura 5.1



Tali fasi si ritrovano normalmente in tutte le operazioni di *securitization* anche se le stesse sono adattate alle diverse esigenze dei soggetti che intervengono nell'operazione.

Un'altra distinzione che viene operata, allorché si parla di cartolarizzazione è quella relativa ai modelli consolidati di riferimento. In concreto la cartolarizzazione può essere strutturata secondo il modello *pay through* ovvero secondo il modello *pass through*.

L'elemento discriminatorio di tale classificazione ha a che vedere con il ruolo assunto dal soggetto intermediario nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione (la cosiddetta *Special Purpose Vehicle*).

Nel primo modello, la cartolarizzazione viene a strutturarsi nel seguente modo:

- l'azienda, nel nostro caso la pubblica amministrazione, individua gli attivi finanziari da cedere;

- l'azienda cede tali attivi ad una società di intermediazione finanziaria (SPV), senza diritto di rivalsa (pro soluto) nel caso il debitore sia insolvente;
- la società di intermediazione finanziaria, emette titoli sul mercato obbligazionario, pagando l'azienda cessionaria dei crediti;
- gli investitori che acquistano i titoli vengono ripagati con le risorse finanziarie acquisite dalla gestione dei crediti.

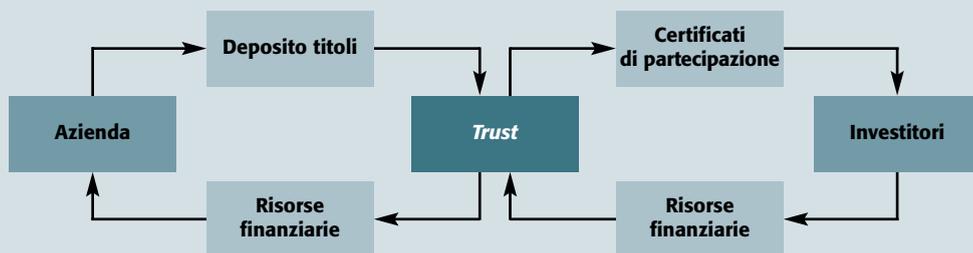
In sintesi, in tale modello l'azienda che disponeva dei crediti, acquisisce le risorse liquide senza che vi sia la possibilità per gli acquirenti dei titoli di debito di ricorrere ad azioni di rivalsa nei confronti dell'azienda stessa che ha ceduto i crediti nel caso i crediti risultino non pagati. Tale modello e la strutturazione della cartolarizzazione con modalità "senza rivalsa" ha però un costo originato dallo stretto collegamento tra il rischio dei sottoscrittori delle emissioni obbligazionarie e la capacità del portafoglio crediti sottostante selezionato e ceduto. Il fatto che la garanzia del rimborso delle obbligazioni sia costituita esclusivamente dai crediti ceduti e dalla loro capacità di generare redditi e flussi finanziari, nella misura e nei tempi necessari al rimborso del capitale e degli interessi accessori, si ripercuote sul costo stesso del debito e sul rendimento che il mercato richiede.

Una siffatta strutturazione inoltre ha come conseguenza che il *rating* a differenza delle normali operazioni di emissione di titoli, è basato solamente sull'accertamento dei flussi di cassa relativi alle attività sottostanti, alla qualità dei crediti e alla presenza di eventuali garanzie.

Di contro nel modello *pass through*, come accennato, cambia il ruolo del soggetto intermediario e l'operazione viene a strutturarsi nel seguente modo, (vedi figura 5.2):

- l'azienda individua gli attivi di bilancio oggetto della cartolarizzazione;
- viene creato un *trust*, società non indipendente che opera quale fiduciaria dell'azienda cessionaria;
- il portafoglio crediti individuato viene depositato presso il *trust*;
- il *trust* emette certificati di partecipazione attraverso cui si ottengono le risorse necessarie per rendere liquidi i crediti.

Figura 5.2



La differenza principale rispetto al modello precedente, risiede nel ruolo dell'intermediario, in questo caso un *trust*, che non acquista i crediti, ma riceve gli stessi con un contratto di deposito. Ciò non determina una separazione dei patrimoni delle due società che partecipano all'operazione. Inoltre, non essendovi SPV, gli investitori divengono acquirenti diretti dei crediti, acquisendo non titoli obbligazionari come nel primo modello, ma certificati di partecipazione.

Nella pratica, il soggetto che acquisisce i crediti, può dunque assumere la forma di:

- Fondi comuni di crediti;
- Intermediari specializzati.

Nella prima opzione adottata in Francia ed in Spagna, la cartolarizzazione avviene attraverso l'emissione da parte di una società di gestione, di certificati di partecipazione del fondo abilitato ad investire in crediti. Nella seconda opzione, invece propria del modello anglosassone e adottata dal Legislatore Italiano con la Legge 130 del 1999, la cartolarizzazione dei crediti avviene attraverso il deposito ovvero la cessione di crediti all'intermediario che emette titoli da collocare presso gli investitori. Deve comunque essere ricordato che la stessa Legge estende il proprio campo di applicazione alle operazioni di cessione di crediti realizzate mediante l'erogazione di finanziamenti ai soggetti cedenti e alle ipotesi di cessione ai fondi comuni di investimenti costituiti.

Inoltre la possibilità che le operazioni di cartolarizzazione fossero effettuate secondo il modello franco-spagnolo, era già consentito dall'articolo 30 del D.Lgs. 58 del 1998, da ciò quindi consegue che entrambi i modelli di cartolarizzazione possono trovare applicazione in Italia.

## 5.2 I diversi attori coinvolti

In un'operazione di cartolarizzazione possiamo distinguere diversi soggetti che intervengono a vario titolo nell'organizzazione e gestione dell'operazione.

- **Originator** Origina i crediti che saranno ceduti (pro soluto) alla società cessionaria (società di progetto) al fine di utilizzare una fonte alternativa di finanziamento. È il soggetto che individua, seleziona e cede i crediti che costituiranno il pool di attivi oggetto delle operazioni di cartolarizzazione: ovvero nel nostro caso le pubbliche amministrazioni che dispongono di consistenti *asset* da cartolarizzare.
- **Arranger** È il consulente della pubblica amministrazione che cede i crediti. Solitamente è una banca d'affari che ha il compito di strutturare l'operazione di *securitization* e di coinvolgere tutti i soggetti ritenuti necessari per il successo dell'operazione, ma *arranger* sono anche gli avvocati che curano il rispetto delle procedure legali. Gli

2. Ai titoli emessi a fronte dei crediti acquistati, si applica quanto previsto dall'articolo 129 del TU in materia bancaria e creditizia.

3. In Italia si preferisce costituire una società veicolo sotto forma di Società a Responsabilità Limitata (S.r.l.), per gli ovvi vantaggi che essa comporta in termini di risparmio di dotazione patrimoniale; per costituire una Srl, infatti, occorrono solo 10.000 euro. Per molti, poi, lo SPV è e deve essere un semplice veicolo, il quale non svolge alcuna attività di impresa e non persegue scopo di lucro. Si veda a tal proposito Marchetti F., La cartolarizzazione dei crediti in Italia: aspetti fiscali, in *Bancaria n. 3/1999*.

4. Provvedimento Banca d'Italia del 23.08.2000.

5. Il giudizio della società di *rating* viene compiuto non tanto sul patrimonio proprio dell'emittente o sui singoli debitori ceduti, ma sul *management* dell'emittente, sulle procedure che stanno alla base della cessione stessa e sulla serie storica degli insoluti intervenuti relativamente a quel portafoglio di crediti, per un ragionevole periodo di tempo. L'agenzia di *rating*, inoltre prima di dare il proprio *rating* sull'operazione, esamina la struttura contrattuale e fiscale dell'operazione e monitora nel corso del tempo la stessa per mutare il giudizio qualora fossero intervenute circostanze che giustifichino la variazione del *rating*. Inoltre il *rating* nel caso di crediti in sofferenza che non hanno *cash flow* perché il debitore non paga, è cruciale: infatti serve a valutare

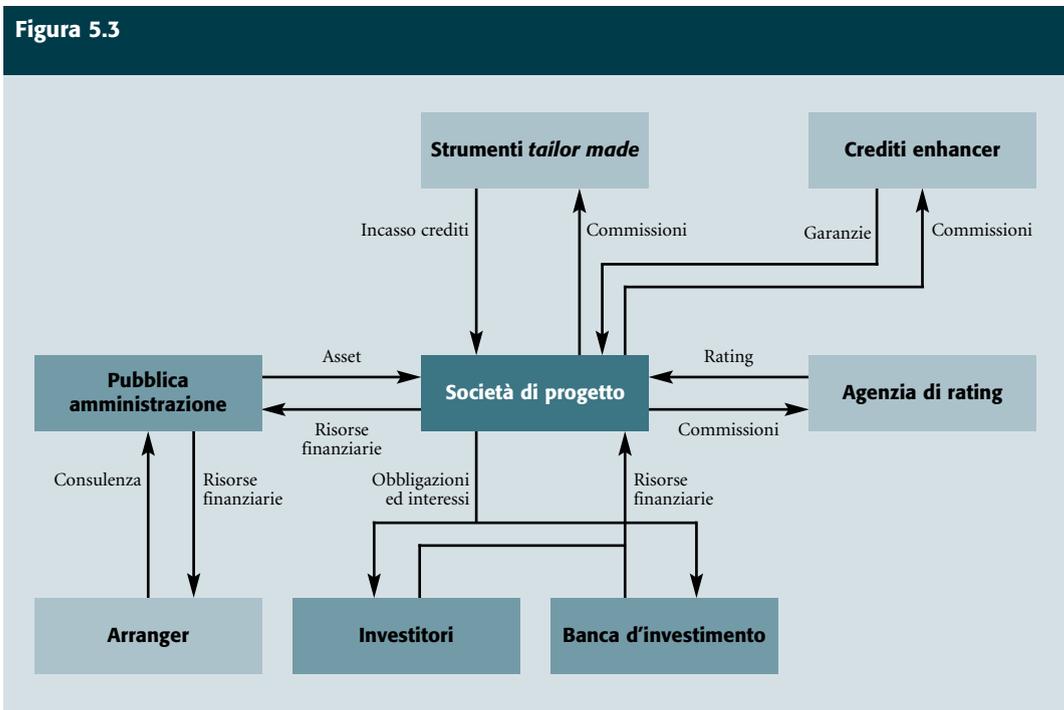
*arranger* sono solitamente coinvolti laddove nell'ambito dell'organizzazione dell'*originator* non sono presenti risorse dotate della competenza necessaria per la progettazione e l'implementazione di una operazione di cartolarizzazione. In tal caso, queste funzioni vengono affidate a società di consulenza esterna che, pur essendo i reali artefici dell'operazione, non assumono nessuna responsabilità diretta nei confronti degli investitori. Nel dettaglio l'*arranger* svolge le funzioni ed operazioni di: a) analisi degli *asset* cartolarizzabili detenuti dall'*originator*; b) scelta della struttura da adottare per l'implementazione dell'operazione; c) scelta dei collaboratori; d) predisposizione del corpus contrattualistico necessario affinché la cessione sia regolare; e) costituzione del sindacato di banche incaricate del collocamento dei titoli; f) mantenimento delle relazioni con le autorità che controllano il mercato creditizio e borsistico.

- **Società di progetto o Special Purpose Vehicle (SPV)** È la società che 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<sup>2</sup>, direttamente o tramite una società detta di "emissione". SPV è *bankruptcy remote finance company*<sup>3</sup>, ossia SPV corrisponde ad una cassaforte dove sono custoditi gli *asset* produttivi di reddito destinati esclusivamente a pagare gli interessi ed il capitale sui titoli acquistati dagli investitori. La società di progetto deve possedere un oggetto sociale che preveda esclusivamente il ruolo di veicolo per una o più operazioni di cartolarizzazione, assicurando la separazione patrimoniale. Il fattore critico di successo per la società di progetto è costituita dall'esatta previsione della misura e dei ritmi con i quali verranno a generare i flussi di cassa del complesso dei crediti acquisiti.
- **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<sup>4</sup>. 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.
- **Liquidity line provider** È una banca 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.
- **Investment bank** È la banca che all'interno dell'operazione può svolgere due funzioni: a) sottoscrivere i titoli derivanti da un'operazione di cartolarizzazione, per poi collocarli tramite un'offerta pubblica; b) 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.
- **Agenzia di rating** È il soggetto specializzato che compie la valutazione<sup>5</sup> (*rating*) sulla qualità degli attivi ceduti e sulla "bontà" dei

titoli e dei vari meccanismi e garanzie predisposte a sostegno dell'operazione per contrastare l'eventuale inadempimento da parte dei debitori ceduti. 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.

- **Credit enhancer** È il soggetto che attraverso l'offerta di determinate garanzie<sup>6</sup> si occupa di ridurre il livello complessivo di rischio creditizio implicito nei titoli emessi. Tale ruolo può essere svolto dallo stesso *originator* (pubblica amministrazione) oppure da una terza controparte, ottenendo un miglior giudizio di *rating*.
- **Underwriter o investitori** Sono coloro che sottoscrivono le obbligazioni emesse nell'ambito della cartolarizzazione, e che in ultima analisi finanziano l'intera operazione (vedi figura 5.3).

**Figura 5.3**



l'affidabilità e la capacità degli *special server* che hanno il compito di recuperare crediti o mutui ipotecari in sofferenza senza il quale è impossibile emettere *asset backed securities*.

6. La garanzia in questione può variare da una semplice fideiussione, ad una garanzia a prima richiesta, ad una polizza

fideiussoria, ad un deposito o prestito subordinato, o ancora una *overcollateralization* da parte dell'*originator*, il quale attribuisce ad SPV cespiti di valore superiore a quelli necessari per pagare il capitale e gli interessi agli investitori, al fine di mantenere un certo margine di solvibilità in caso di inadempimento parziale dei debitori ceduti.

### 5.3 Il quadro normativo a livello nazionale e locale

Il quadro attuale della disciplina delle cartolarizzazioni per le pubbliche amministrazioni è costituito da:

- **Legge 23 dicembre 1998, n. 448**, la quale detta agli art. 13, 14 e 15 disposizioni in materia di cartolarizzazioni di crediti Inps;
- **Legge 30 aprile 1999, n. 130** recante disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti;
- **Legge 5 novembre 1999, n. 402** che detta norme in materia di cartolarizzazione di crediti Inps;
- **Legge 21 novembre 2000, n. 342, art. 76** che disciplina la cessione dei crediti tributari;
- **Legge 23 novembre 2001, n. 410** recante le disposizioni urgenti in materia di privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare;
- **Legge 15 giugno 2002, n. 112** che detta norme sulla possibilità da parte di Patrimonio S.p.a di compiere operazioni di cartolarizzazioni;
- **Legge 27 dicembre 2002, n. 289** che regola la privatizzazione del patrimonio immobiliare delle Regioni, degli Enti Locali e degli altri enti pubblici.

Il legislatore con l'articolo 13 della Legge 448 del 1998 rubricato "cessione e cartolarizzazione dei crediti Inps" ha dettato una prima disciplina relativa alle cartolarizzazioni dei crediti. Tale disciplina ha anticipato alcune delle soluzioni generalizzate poi nella Legge n. 130/1999, disciplina generale della tecnica.

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.

La norma lascia ampio margine discrezionale per la cartolarizzazione dei crediti, senza escludere che la cessione possa riguardare anche crediti di difficile solvibilità. La previsione in commento riprende in parte, il concetto già contenuto nella Legge 21 febbraio 1991, n. 52, sul *factoring*, nel senso che la cessione può riguardare crediti futuri. Tuttavia, mentre nella Legge 52 del 1991 per la cessione di crediti futuri l'ambito applicativo nella Legge sulla cartolarizzazione viene delimitato ai contratti da stipulare in un periodo non superiore a 24 mesi, nel provvedimento qui in oggetto non è previsto alcun vincolo di tempo e ciò può aumentare i margini di aleatorietà connessi all'adempimento dell'obbligazione pecuniaria.

A tale proposito si ricorda che, secondo l'orientamento dominante in giurisprudenza, per la validità della cessione di un credito futuro occorre che al momento della stipulazione del contratto di cessione sia quanto meno esistente la fattispecie negoziale in relazione alla quale dovrà in seguito sorgere la posizione creditoria oggetto della cessione. Merita inoltre, segnalare che il testo sembra porre una limi-

tazione per quanto attiene all'ambito di applicazione delle disposizioni in esso recate, laddove stabilisce che la cartolarizzazione riguarda esclusivamente i crediti pecuniari, escludendo quindi i crediti che abbiano per oggetto altri cespiti suscettibili di valutazione patrimoniale, ai sensi dell'articolo 1174 del codice civile.

L'articolo 7 della Legge 52/1991, estende però poi il proprio campo applicativo, in quanto compatibile anche alle "operazioni di cartolarizzazione dei crediti realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento cedente da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli" ed "alle cessioni a fondi comuni di investimento aventi per oggetto crediti, costituiti ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58".

<b>Il quadro normativo</b>		
<b>Tipo atto</b>	<b>Riferimenti puntuali</b>	<b>Contenuto</b>
<b>Decreto Ministero del Tesoro</b>	D.M. 4 aprile 2001	Modifiche al D.M. 13.5.96 per le S.C.C. e i Servicer ex lege 130/99
<b>Decreto Ministero dell'Economia</b>	D.M. 18 dicembre 2001	Disposizioni in materia di cartolarizzazione degli immobili degli enti previdenziali (attuativo della Legge 410/2001)
<b>Comunicazione Banca d'Italia</b>	Bollettino di Vigilanza marzo 2000, n. 3	"Operazioni di cartolarizzazione" tematiche relative al patrimonio di vigilanza dei titoli ABS/MBS
<b>Comunicazione Banca d'Italia</b>	Bollettino di Vigilanza marzo 2000, n. 3	"Schemi di bilancio delle società per la cartolarizzazione dei crediti"
<b>Comunicazione Banca d'Italia</b>	23 agosto 1999	"Disposizioni per le società di cartolarizzazione" con allegati relativi a SPV e servicer
<b>Delibera Consob</b>	N. 12475	"Prospetto di sollecitazione/quotazione relativo a strumenti finanziari rivenienti da operazioni di Cartolarizzazione dei crediti"
<b>Delibera Consob</b>	N. 12175	"Regolamento di attuazione dell'art. 2 comma 5, della Legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti"

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 cessionaria, o la società emittente titoli se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realiz-

zazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti” (art. 3, comma 1).

La società veicolo può, a sua volta, emettere direttamente o tramite altra società, i titoli che devono finanziare l’operazione di acquisizione dei crediti.

Ai titoli derivanti dalle operazioni di *securitization* si applicano le disposizioni del testo unico dell’intermediazione finanziaria, di cui al D.Lgs. n. 58 del 1998. A ciò si aggiunga che, a norma del primo comma dell’articolo 5 della Legge n. 130 del 1999, i titoli emessi per finanziare l’acquisto dei crediti sono soggetti ai controlli previsti da parte della Banca d’Italia ai sensi dell’articolo 129 del Testo Unico bancario, con applicazione, in caso di inosservanza dell’ammenda di cui all’articolo 143 dello stesso Testo Unico da lire 10 milioni ad un massimo della metà del valore totale dell’operazione posta in essere. All’emissione di titoli non si applicano:

- Il divieto di raccolta di risparmio tra il pubblico previsto dall’articolo 11, secondo comma, del Testo Unico bancario;
- I limiti quantitativi alla raccolta prescritti dalla normativa vigente;
- Gli articoli da 2410 a 2420 del Codice Civile, aventi a oggetto i limiti all’emissione di obbligazioni, il deposito e l’iscrizione della deliberazione, la riduzione del capitale sociale, il contenuto delle obbligazioni, la costituzione delle garanzie, l’assemblea degli obbligazionisti, l’impugnazione delle deliberazioni dell’assemblea, il rappresentante comune e i suoi obblighi e poteri, l’azione individuale degli obbligazionisti e il sorteggio delle obbligazioni.

Alla società cessionaria, specializzata nell’effettuazione delle operazioni in commento, la legge impone l’obbligo di destinare le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, nonché al pagamento dei costi dell’operazione.

### **Contratti e documenti necessari in un’operazione di cartolarizzazione**

Contratto di cessione dei crediti tra cedente e cessionario

Contratto con la banca incaricata della riscossione dei crediti e dei servizi di cassa e pagamenti

Contratto di sottoscrizione dei titoli tra il *Lead Manager* e la società emittente i titoli

Documenti relativi alle tecniche di supporto (polizza o garanzia assicurativa, contratto di prestito subordinato, contratti derivati, contratto di gestione patrimoniale, ecc.)

Programma dell’operazione e l’ulteriore documentazione in caso di collocamento dei titoli tramite sollecitazione al pubblico risparmio

A garanzia dei sottoscrittori dei titoli è prevista, inoltre, 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: “I crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre opera-

zioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte dei creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi" (art. 3, comma 2).

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.

Sempre in merito alla natura delle società cessionarie o emittenti, il terzo comma dell'articolo 3 della Legge 130 estende le stesse le disposizioni previste per le società finanziarie dal titolo V del testo unico bancario di cui al D.Lgs n. 385 del 1993, essendo altresì applicabili le norme sanzionatorie previste dal Titolo VIII.

L'attività della società cessionaria è quindi equiparata a quella delle società finanziarie che operano nei confronti del pubblico ed è pertanto soggetta ai requisiti e alle condizioni stabilite per i soggetti finanziari dal menzionato Titolo V a tutela del pubblico risparmio.

Per quanto riguarda gli Enti Locali i provvedimenti fondamentali che regolano la tecnica della cartolarizzazione sono tre:

- **La Legge 21 novembre 2000, n. 342, art. 76** che disciplina la cessione dei crediti tributari;
- **La Legge 23 novembre 2001, n. 410** avente ad oggetto la privatizzazione degli immobili pubblici ed operazioni di cartolarizzazione;
- **La legge 27 dicembre 2002, n. 289, art. 84** che disciplina la cessione dei crediti da dismissione di patrimoni immobiliari.

Ai sensi dell'articolo 76 della Legge 21 novembre 2000, n. 342 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 ed il 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 all'insolvenza del debitore: si tratta, dunque di una cessione pro soluto, mentre la norma non consente di attivare operazioni pro solvendo. Le cessioni non necessitano inoltre dell'accettazione del debitore, e danno luogo a successione a titolo particolare nei diritti ceduti; i privilegi e le garanzie di qualunque tipo che assistono il credito oggetto della cessione conservano la loro validità ed il loro grado in favore del cessionario, senza bisogno di alcuna formalità od annotazione. Ai sensi della Legge 342/2000 le operazioni di cartolarizzazioni sono esenti dall'imposta di registro, dall'imposta di bollo e da ogni altra imposta indiretta.

Più interessanti sono di contro le disposizioni introdotte dalla Legge 23 novembre 2001, n. 410 e dalla Legge 27 dicembre 2002, n. 289 (Legge Finanziaria 2003). La prima delle due Leggi, ha introdotto la possibilità per Regioni, Province e Comuni di effettuare operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare tramite una società costituita dal Ministro

dell'Economia e delle finanze. Tale legge ha istituito un regime tributario di favore per tali operazioni. All'articolo 2, comma 6 è infatti stabilito che “le operazioni di cartolarizzazione di cui al comma 1 e tutti gli atti, contratti, trasferimenti e prestazioni posti in essere per il perfezionamento delle stesse nonché le formalità ad essi connesse, sono esenti dall'imposta di registro, dall'imposta di bollo, dalle imposte ipotecaria e catastale e da ogni altra imposta indiretta, nonché da ogni altro tributo o diritto. Ai fini dell'imposta comunale sull'incremento di valore degli immobili, i trasferimenti di beni immobili alle società costituite ai sensi del comma 1 non si considerano atti di alienazione”.

La Legge 289 del 2002, concede poi, agli altri Enti Locali, Province e regioni la possibilità di operare cartolarizzazioni dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari: “le Regioni, le Province e gli altri Enti Locali sono autorizzati a costituire o a promuovere la costituzione, anche attraverso soggetti terzi, di più società a responsabilità limitata con capitale iniziale di 10.000 euro, aventi ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari”.

Nel testo dell'articolo 84 al comma 2, è inoltre contenuto un rimando alle disposizioni di cui ai commi 1, 2, 4, 6 e 7 dell'articolo 2 del Decreto Legge 25 settembre 2001, n. 351, in quanto compatibili. Per il trattamento tributario, il comma 2 dello stesso articolo contiene invece un richiamo alla più generale disciplina della cartolarizzazione: “Ai fini delle imposte sui redditi, ai titoli emessi dalle società di cui al comma 1 si applica il trattamento stabilito all'articolo 6 comma 1, della Legge 30 aprile 1999, n. 130”.

Il comma 3 regola invece le modalità di cessione dei beni immobili oggetto della cartolarizzazione: “i beni immobili individuati ai sensi dei commi 1 e 2 possono essere trasferiti a titolo oneroso alle società costituite ai sensi del comma 1 con atto pubblico o scrittura privata autenticata, previa delibera dell'organo competente degli enti proprietari secondo il rispettivo ordinamento. La predetta delibera ha il contenuto previsto al comma 1 dell'articolo 3 del citato Decreto Legge n. 351 del 2001. Gli onorari notarili relativi al trasferimento sono ridotti a un terzo”.

E' importante sottolineare che la cessione degli immobili ai fini della realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione è applicabile anche alle Aziende Sanitarie Locali e alle Aziende Ospedaliere. Infine occorre ricordare che ai sensi del comma 8, gli enti che intendono realizzare operazioni di cartolarizzazione devono dare comunicazione preventiva al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

## 5.4 Procedura ed impatto sul bilancio

Ogni operazione di cartolarizzazione ha caratteristiche proprie, ciononostante è possibile individuare uno schema operativo di base che illustri i caratteri principali del processo operativo. La realizzazione di un'operazione di cartolarizzazione consta di diverse fasi.

Ancor prima di procedere alla realizzazione dell'operazione, l'*originator*, ossia la pubblica amministrazione fissa gli obiettivi che intende raggiungere con l'utilizzo della cartolarizzazione ed i tempi in cui vuole raggiungere tali obiettivi.

Successivamente, definiti obiettivi e tempi, la pubblica amministrazione individuerà direttamente o tramite l'ausilio di una società di consulenza i crediti o gli *asset* oggetto dell'operazione di cartolarizzazione. Generalmente, la pubblica amministrazione, dovrebbe selezionare crediti o *asset* che si adattano più facilmente ad operazioni di cartolarizzazione, ossia quei crediti che presentano una maggiore omogeneità in relazione a caratteristiche ben definite quali:

- possibilità di prevedere in anticipo i *cash flow* che genereranno tali crediti;
- stabilità dei crediti, ossia conoscenza a priori del tempo  $t$  in cui tali flussi saranno disponibili;
- facilità di previsione della percentuale di insoluti.

La pubblica amministrazione, confezionerà pacchetti contenenti *asset* omogenei e con caratteristiche simili.

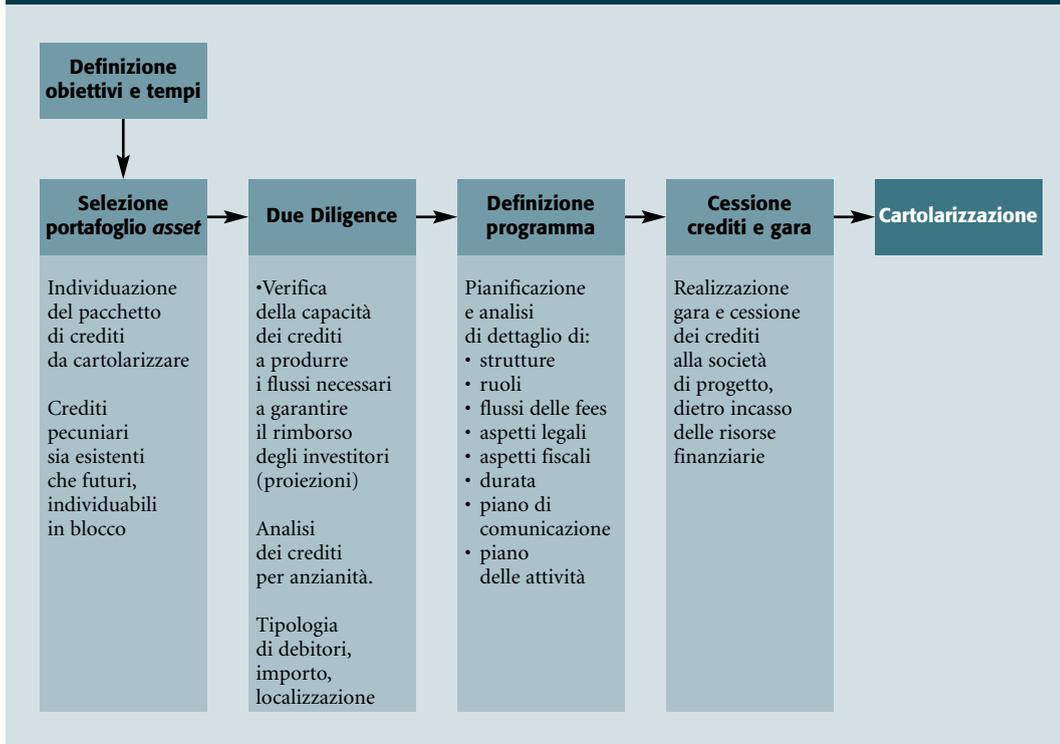
Fissati, a questo punto, obiettivi, tempi e crediti oggetto dell'operazione, effettuando anche una verifica preliminare di fattibilità, la pubblica amministrazione designa al proprio interno un responsabile del progetto, al quale viene attribuito il compito di coordinare tutte le fasi dell'operazione ed il personale coinvolto, nonché di curare i rapporti con gli eventuali consulenti esterni. Occorre comunque far riferimento al regolamento di contabilità della pubblica amministrazione e quanto stabilito in fatto di cessione di crediti.

Le fasi successive consistono nella materiale strutturazione dell'operazione. In particolare la pubblica amministrazione:

- definisce se la società di progetto deve essere una società controllata o indipendente, locale o estera;
- vende il portafoglio di *asset* a tale società di progetto con la clausola pro-soluto, procedendo con una gara pubblica;
- stabilisce la modalità di collocamento dei titoli, attraverso un'offerta pubblica o un *private placement*;
- individua tutte le tecniche di supporto necessarie (prestazioni di garanzie).

Una volta definiti tutti gli aspetti e avviata la cartolarizzazione con la cessione dei crediti, si passa alla gestione degli stessi. In tale fase è fondamentale il ruolo del servicer o dello stesso *originator* che riscuotono i pagamenti dai debitori ceduti, girando le somme incassate alla società di progetto, la quale a sua volta utilizza le somme ricavate per il pagamento delle obbligazioni emesse.

Figura 5.4



Nella determinazione dell'impatto sul bilancio, occorre distinguere due casi principali:

- cartolarizzazione di crediti tributari o extratributari;
- cartolarizzazione di crediti da alienazioni di beni immobili;

8. Per tale ragione la legge sulla cartolarizzazione ha previsto un regime transitorio per la contabilizzazione delle operazioni di cessione dei crediti stipulate entro due anni dalla data in entrata in vigore del provvedimento, così da non gravare nei primi anni di applicazione della norma nei rendiconti delle società delle perdite derivanti dalla cessione dei crediti stessi. Secondo l'articolo 6 della Legge 130 del 1999 infatti le diminuzioni di valore registrate sugli attivi ceduti, sulle attività rilasciate al cessionario e sulle attività diverse da quelle oggetto di cessione, poste a copertura delle

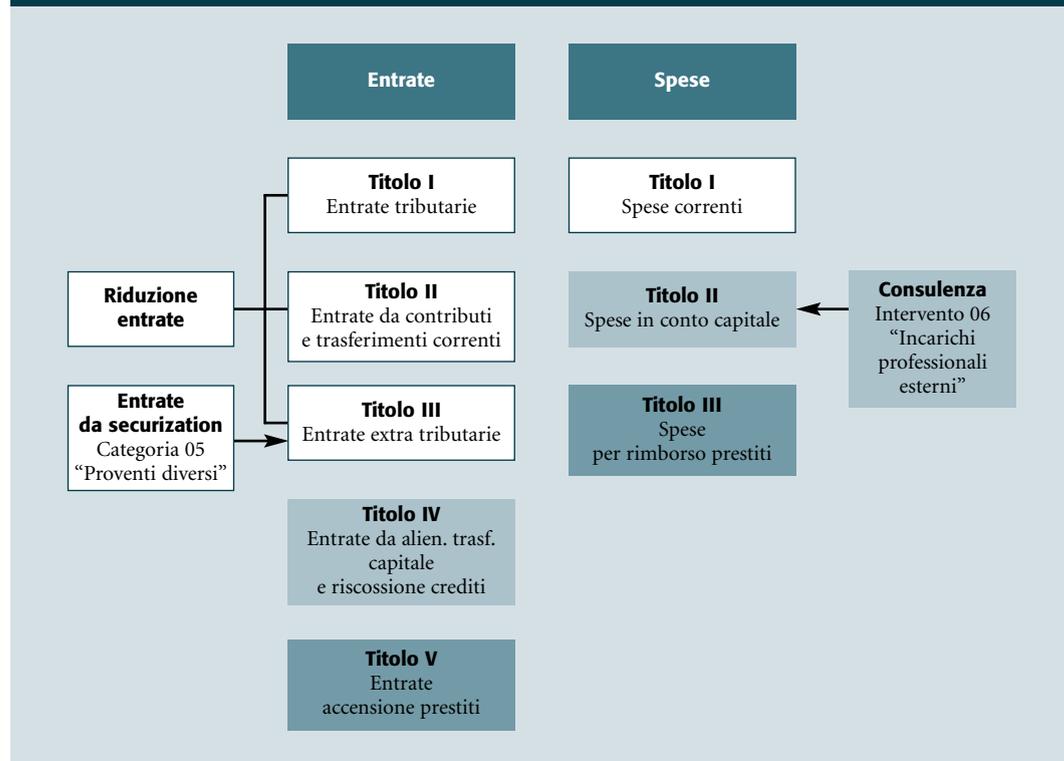
operazioni di cartolarizzazione, nonché gli accantonamenti effettuati a fronte delle garanzie rilasciate dal cessionario possono essere imputati direttamente alle riserve patrimoniali, in quote costanti, per l'esercizio in cui si sono registrate le diminuzioni di valore o gli accantonamenti e nei quattro successivi.

9. Le minusvalenze derivanti dalla cessione dei crediti sono infatti deducibili a norma dell'articolo 66 del TUIR, indipendentemente dall'esistenza di precedenti accantonamenti o svalutazioni operate ai sensi dell'articolo 71 del TUIR.

Nel primo caso, la cessione dei crediti nelle operazioni di securitization, avviene al di sotto della pari e cioè a fronte di un corrispettivo inferiore al valore nominale dei crediti stessi, di modo che il cedente debba computare in bilancio una differenza negativa tra il corrispettivo percepito e il valore iscritto<sup>8</sup>, cancellando inoltre i residui attivi, oggetto dell'operazione. Tale perdita sui crediti rappresenta un primo impatto fondamentale sul bilancio della pubblica amministrazione, considerato anche l'impossibilità di dedurre fiscalmente la perdita. Rispetto alle imprese commerciali che hanno a disposizione anche la leva fiscale<sup>9</sup>, la convenienza relativa di ricorso alle operazioni di cessione dei crediti e cartolarizzazione, risulta essere minore per le pubbliche amministrazioni in generale.

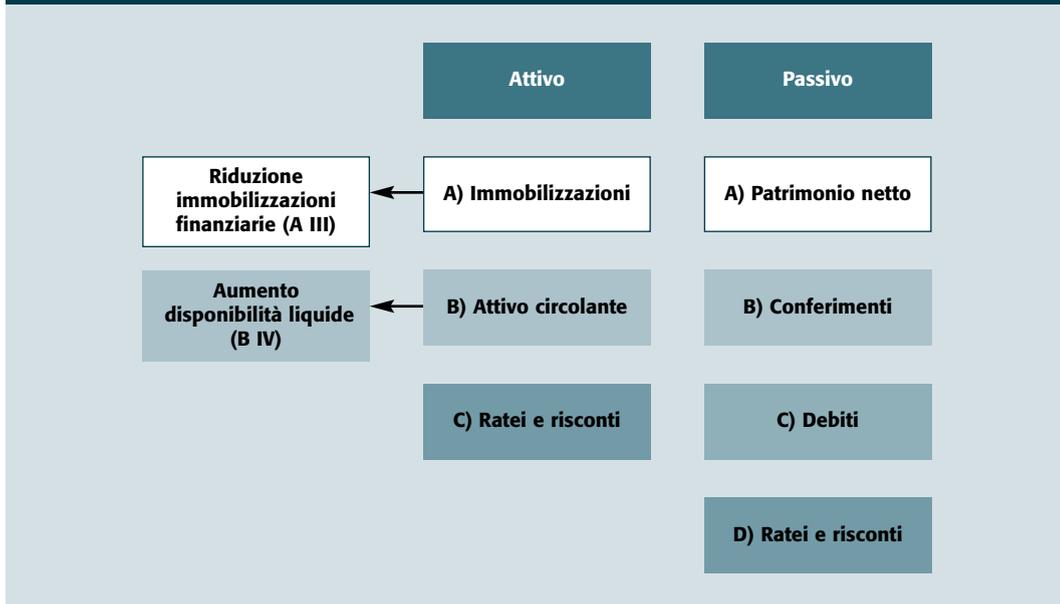
A livello complessivo nel bilancio dell'ente, si registreranno delle spese di consulenza (laddove la pubblica amministrazione si avvalga di *advisor* esterni), una riduzione delle entrate correnti (relativa al titolo cui afferiscono i crediti ceduti) ed un aumento delle entrate extratributarie originato dall'operazione di cartolarizzazione. L'impatto sul bilancio preventivo sarà dunque quello qui di seguito illustrato (figura 5.5):

**Figura 5.5**



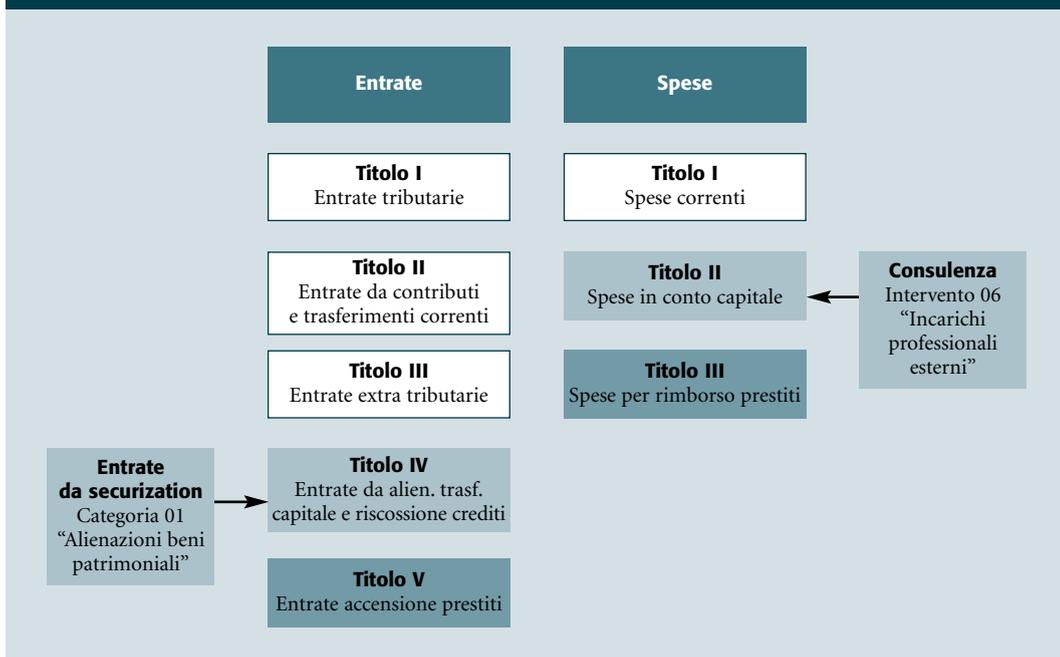
A livello di stato patrimoniale, laddove si cedano dei crediti si registrerà una riduzione di immobilizzazioni finanziarie (attivo A III) ed un aumento delle disponibilità liquide a seguito della cessione dei crediti alla società di progetto.

Figura 5.6



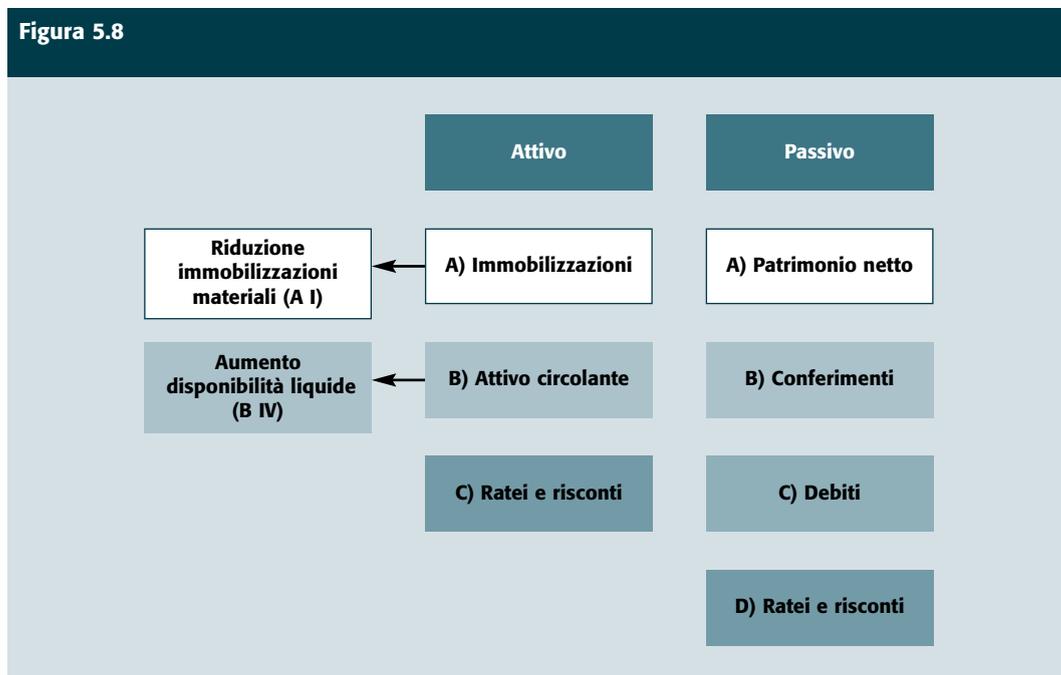
Diverso è invece il caso di cartolarizzazione dei crediti derivanti dalla vendita di immobili. In tal caso, nel bilancio preventivo, l'ente non registrerà alcuna variazione in diminuzione delle entrate come nel caso precedente. Saranno contabilizzate le entrate da cartolarizzazione e le eventuali spese di consulenza pluriennale.

Figura 5.7



Per quanto attiene l'impatto sullo stato patrimoniale, anche in tal caso si registrerà una riduzione delle immobilizzazioni (in questo caso però immobilizzazioni materiali) e successivamente un aumento delle disponibilità liquide.

Figura 5.8



La valutazione dell'impatto sul bilancio, deve però essere compiuta comparativamente in raffronto anche ad altri strumenti di finanziamento ed a vincoli quali quello sul patto di stabilità.

Per quanto attiene i costi di strutturazione dell'operazione, deve essere ricordato come gli stessi, nel caso si provveda alla strutturazione diretta della cartolarizzazione tramite una propria SPV, siano determinati principalmente da:

- costi amministrativi (commissione di sottoscrizione e/o collocamento titoli e commissioni di amministrazione e gestione);
- costi derivanti dall'attività di emissione dei titoli (spese legali e contabili, commissioni dovute alle agenzie di *rating* e a terzi garanti);
- costi legati alle forme di garanzia fornite dall'*originator* (pari ad una percentuale delle perdite attese relative agli attivi cartolarizzati);
- costi del debito (interessi corrisposti agli acquirenti dei titoli emessi a seguito di cartolarizzazione).

Di contro nel caso in cui l'*originator* ceda i suoi *asset* ad una SPV non posseduta dalla pubblica amministrazione, il principale costo sarà determinato dalla cessione dei crediti (determinabile come percentuale di attivi cartolarizzati).

Il Friuli Venezia Giulia nel mese di luglio 2002, ha selezionato un noto istituto di credito operante nel campo delle pubbliche amministrazioni, il quale fungerà da *arranger* di un'operazione del valore di 100 milioni di euro. L'istituto di credito si occuperà di eseguire uno studio di fattibilità sotto il profilo finanziario e legale, per verificare i tempi dell'operazione, effettuerà una valutazione accurata degli immobili della Regione, strutturerà l'operazione ed infine provvederà al collocamento dei titoli emessi. Fra gli immobili anche alberghi e ville di prestigio, considerati dalla Regione immobilizzazioni da cedere. L'obiettivo che la Regione vuole raggiungere è l'alleggerimento del patrimonio immobiliare (che rappresentava un onere finanziario) e l'ottenimento di risorse finanziarie da destinare a più importanti utilizzi.

La Regione Sicilia, ha effettuato nel mese di febbraio una *securitization* da 650 milioni di euro sui mercati internazionali, con capofila la banca giapponese Nomura. La Regione ha cartolarizzato con questa operazione i trasferimenti regionali alle Aziende Sanitarie e Ospedaliere Locali. Alla società veicolo Csrs (Crediti sanitari regione Sicilia) sono stati trasferiti nove pagamenti dovuti dalla regione alle ASL ed alle Aziende Ospedaliere Siciliane. Ricevuti i trasferimenti, rate da 87 milioni di euro in pagamento dal 2003 al 2011, la Spv Xsrs provvederà ad emettere titoli Abs (*asset backed securities*). I titoli emessi prevedono una cedola fissa annuale.

## 5.5 Applicabilità della tecnica

Il fattore di successo per le operazioni di cartolarizzazione, è costituito dalla rispondenza di tale tecnica agli obiettivi ed alle finalità dell'azienda che cede gli *asset* in cambio di liquidità. A tale fattore si possono poi aggiungere eventuali difficoltà e onerosità nell'utilizzo dei tradizionali strumenti di finanziamento.

In tale ottica, la cartolarizzazione diviene per la pubblica amministrazione uno strumento interessante che può combinarsi utilmente anche alla tecnica della finanza di progetto. Nell'ambito dei possibili utilizzi della tecnica della *securitization* in ambito pubblico, alcuni esempi derivano poi direttamente dalla finanziaria per il 2000 e per il 2003.

Tra i diversi interventi finanziari previsti dallo Stato Italiano, è stata infatti programmata la dismissione di beni e diritti immobiliari di enti previdenziali pubblici o di altre pubbliche amministrazioni. Tale dismissione dovrebbe essere effettuata alienando i beni in questione singolarmente a cooperative di abitazione di cui siano soci gli inquilini, oppure tramite cessione di uno o più lotti ad intermediari

scelti con procedure competitive. La tecnica della cartolarizzazione viene utilizzata in via alternativa proprio a tale programma di dismissione costituendo un mezzo per non far riversare sul mercato un numero elevato di immobili con effetti deleteri sui prezzi. Si possono cartolarizzare in tal modo i canoni di locazione ed i crediti da alienazione di tali immobili, ottenendo utili risorse finanziarie da destinare al finanziamento degli investimenti.

Le operazioni di *securitization* in campo immobiliare, potrebbero in ogni modo conoscere un consistente sviluppo nelle pubbliche amministrazioni in considerazione della capacità della tecnica di ottimizzare la redditività del patrimonio immobiliare e rendere più “leggero” il bilancio smobilizzando immobili non funzionali al nuovo ruolo delle pubbliche amministrazioni.

Un ulteriore esempio di possibile applicazione della tecnica di cartolarizzazione alle pubbliche amministrazioni potrebbe essere la *securitization* dei crediti tributari applicabile alle Regioni, Province ed ai Comuni resa possibile dalla Legge 342 del 2000.

Se si considerano le altre tipologie di crediti quelli che potrebbero essere più facilmente oggetto della cartolarizzazione riguardano, oltre i fitti attivi derivanti dai beni delle pubbliche amministrazioni<sup>10</sup>, i proventi da servizi<sup>11</sup> (fonte tanto consistente, quanto frazionata) e i finanziamenti agevolati concessi nell’ambito di leggi regionali. Discorso diverso può essere invece compiuto per tutte quelle imprese pubbliche che possono compiere operazioni di cartolarizzazione maggiormente simili a quelle delle imprese private.

Per quanto attiene i problemi di applicazione è possibile ricordare come nell’ultimo caso citato (cartolarizzazione crediti tributari) esiste qualche problema. Infatti, se il credito degli enti fosse vantato nei confronti dello Stato o di qualsiasi altro livello della pubblica amministrazione, forse non vi sarebbe convenienza a montare un’operazione di cartolarizzazione in quanto, sarebbe più agevole e conveniente attivare tutte le vie istituzionali al fine di ottenere dette risorse. Inoltre se per detti crediti non vi fossero grosse possibilità di recupero, sarebbe comunque difficile trovare un acquirente e quindi l’operazione di cartolarizzazione non avrebbe comunque luogo. Il discorso sarebbe diverso se invece i crediti fossero vantati nei confronti dei contribuenti. In tal caso un’operazione di *securitization* avrebbe maggiore utilità e fattibilità, in quanto il profilo dei debitori ed il tasso di riscossione sono determinabili e gli stessi cessionari del servizio di riscossione potrebbero avere un interesse e un profitto dal gestire l’operazione di cartolarizzazione. Per di più vi sarebbero degli effetti positivi sulla lotta all’evasione fiscale. In ogni caso, occorre una soglia dimensionale di una certa consistenza per garantire la convenienza per *originator* e acquirente dei crediti dell’intera operazione.

In una prospettiva un poco più ampia, è possibile dire che comunque nel contesto italiano sono già state effettuate diverse operazioni di cartolarizzazioni aventi ad oggetto diverse tipologie di crediti. Si veda la tabella riportata nella pagina seguente.

10. Tali fonti sono di dimensioni rilevanti soprattutto per quegli Enti Locali che hanno un patrimonio immobiliare consistente, e si prestano quindi più facilmente ad operazioni di *securitization*.

11. Per un Comune di medie dimensioni infatti si possono avere: rette dell’asilo nido, rette dei trasporti scolastici, rette della mensa scolastica, rette per l’assistenza domiciliare, rette dei corsi, sanzioni amministrative per violazioni del codice della strada, illuminazione votiva, gas, acqua, ecc.

<b>Data</b>	<b>Originator</b>	<b>Issuer</b>	<b>Asset class</b>	<b>Issued amount million of euro</b>
10.02.2003	<b>25 Aziende Sanitarie e Aziende Ospedaliere</b>	Crediti Sanitari Regione Sicilia - Società per la Cartolarizzazione a rl	Crediti sanitari	<b>650,00</b>
11.12.2002	<b>Repubblica Italiana - MEF - Enti Previdenziali Pubblici/Demanio</b>	SCIP 2 - Società Cartolarizzazione Immobili Pubblici Srl	Ricavi Futuri	<b>6.637,00</b>
06.12.2002	<b>Regione Sicilia</b>	Levante Srl	Contributi Regionali	<b>101,90</b>
19.11.2002	<b>Regione Sicilia</b>	Conca d'Oro Funding Srl	Contributi Regionali	<b>149,00</b>
15.07.2002	<b>INPS</b>	SCCI - Società di Cartolarizzazione dei Crediti INPS Spa - Serie 5-6	Crediti Previdenziali	<b>3.000,00</b>
21.12.2001	<b>Repubblica Italiana - MEF - Enti Previdenziali Pubblici</b>	SCIP - Società Cartolarizzazione Immobili Pubblici Srl	Ricavi Futuri	<b>2.300,00</b>
06.12.2001	<b>Repubblica Italiana - Ministero dell'Economia e delle Finanze</b>	SCCPP - Società per la Cartolarizzazione dei Crediti e dei Proventi Pubblici a rl	Ricavi Futuri	<b>3.000,00</b>
31.05.2001	<b>INPS</b>	SCCI - Società di Cartolarizzazione dei Crediti INPS - Serie 4	Crediti Previdenziali	<b>1.710,00</b>
16.02.2001	<b>Regione Lazio</b>	Cartesio Srl - Series 2001-2	Finanziamenti bancari	<b>500,00</b>
01.11.2000	<b>INAIL</b>	INAIL Società di Cartolarizzazione Spa	Premi assicurativi	<b>1.350,00</b>
31.12.1999	<b>INPS</b>	SCCI - Società per la Cartolarizzazione dei Crediti INPS Spa	Crediti Previdenziali	<b>4.650,00</b>

Fonte: rielaborazione su dati [www.securitization.it](http://www.securitization.it)

La cartolarizzazione per le pubbliche amministrazioni, rappresenta dunque un mercato in pieno sviluppo. Il totale delle *securitization* pubbliche condotte sinora, tocca il volume complessivo di circa 24 miliardi di euro che rappresenta una quota significativa dell'intero mercato delle cartolarizzazioni.

La prima cartolarizzazione pubblica risale al 1999 ed è stata effettuata dall'INPS che ha cartolarizzato crediti contributivi per un controvalore di 4,65 miliardi di euro (INPS1). Invero a giudizio di molti,

l'esigenza di effettuare la cartolarizzazione INPS è stato uno dei fattori che ha favorito il varo relativamente celere della Legge 130/99.

Nel 2001 si è anche avuta una cartolarizzazione per 3 miliardi di euro di proventi futuri generati dalla vendita dei biglietti del Lotto e del Superenalotto (Lotto1). Recentemente la cartolarizzazione ha interessato anche i proventi dalla dismissione di immobili di proprietà pubblica per un valore pari a 1,7 miliardi di euro (Mattone1).

Il 2002 ha segnato l'ulteriore forte espansione delle cartolarizzazioni pubbliche: INPS (serie 5 e 6) e Mattone2 (proventi dalla dismissione di immobili di proprietà pubblica per 6 miliardi di euro). Per quanto riguarda gli *originator*, deve essere notato inoltre che vi è stato un ampliamento degli stessi. Si è passati nell'ultimo periodo dagli Enti Previdenziali, allo Stato, alle Regioni ed infine anche alle aziende sanitarie. Le prospettive di mercato sono dunque buone.

## 5.6 L'operazione della regione Lazio

Con l'articolo 8 della Legge n. 16 del 3 agosto 2001, la Regione Lazio è stata autorizzata alla costituzione di una società a prevalente capitale regionale denominata "SAN.IM. Spa" quale strumento per immettere liquidità nel sistema delle aziende e risanare parte del deficit accumulato nella gestione sanitaria. La società è stata costituita in forma di società per azioni, ai sensi dell'articolo 2325 e seguenti del Codice Civile.

La regione secondo la legge deve detenere il capitale azionario di tale società in misura non inferiore al 99% del capitale azionario (circa 5,16 milioni di euro), riservando la rimanente quota azionaria a società i cui organismi di amministrazione e vigilanza siano costituiti da componenti dei quali più della metà sono nominati o designati dalla Regione.

Aspetto peculiare dell'operazione è costituito dall'utilizzo dei beni immobiliari ceduti dalle aziende sanitarie. La legge, rende infatti possibile l'alienazione da parte delle Aziende Sanitarie di beni facenti parte del patrimonio immobiliare indisponibile. Da statuto è previsto che il patrimonio immobiliare indisponibile ceduto a tale società sia concesso in locazione finanziaria alle aziende venditrici, con facoltà di esercitare il diritto di opzione per il riacquisto, al termine della locazione finanziaria della proprietà dei rispettivi beni al prezzo stabilito. Successivamente tale società, da statuto, avrebbe dovuto cedere i crediti relativi alle operazioni di *lease back* ad una società veicolo, cartolarizzando in tal modo le entrate da canoni di leasing.

Alla costituzione di SAN.IM. ha provveduto la giunta ed il suo presidente, compiendo tutti gli atti esecutivi necessari, in particolare, stipulando l'atto costitutivo e sottoscrivendo le azioni della società.

Successivamente il Presidente della Giunta regionale, ha convocato e presieduto una conferenza dei servizi alla quale hanno partecipato tutti i soggetti interessati dall'operazione di *lease-back* e cartolarizza-

zione: assessore regionale competente in materia di bilancio e programmazione economica, assessore regionale competente in materia di sanità, direttori generali delle aziende, amministratore di SAN.IM. e gli organi statali competenti in materia di tutela dei beni di interesse storico o artistico.

Tale conferenza ha provveduto a svolgere le azioni necessarie alla realizzazione della prima parte dell'operazione. La conferenza dei servizi ha infatti:

- individuato i beni facenti parte del patrimonio immobiliare delle aziende oggetto della alienazione alla società alle condizioni previste dallo statuto di SAN.IM.;
- rilasciato le autorizzazioni necessarie alle aziende proprietarie ad alienare i beni individuati dalla conferenza.

Successivamente sono stati ceduti gli immobili delle aziende sanitarie a SAN.IM. Il patrimonio ceduto, consisteva in 56 ospedali dislocati su tutto il territorio regionale.

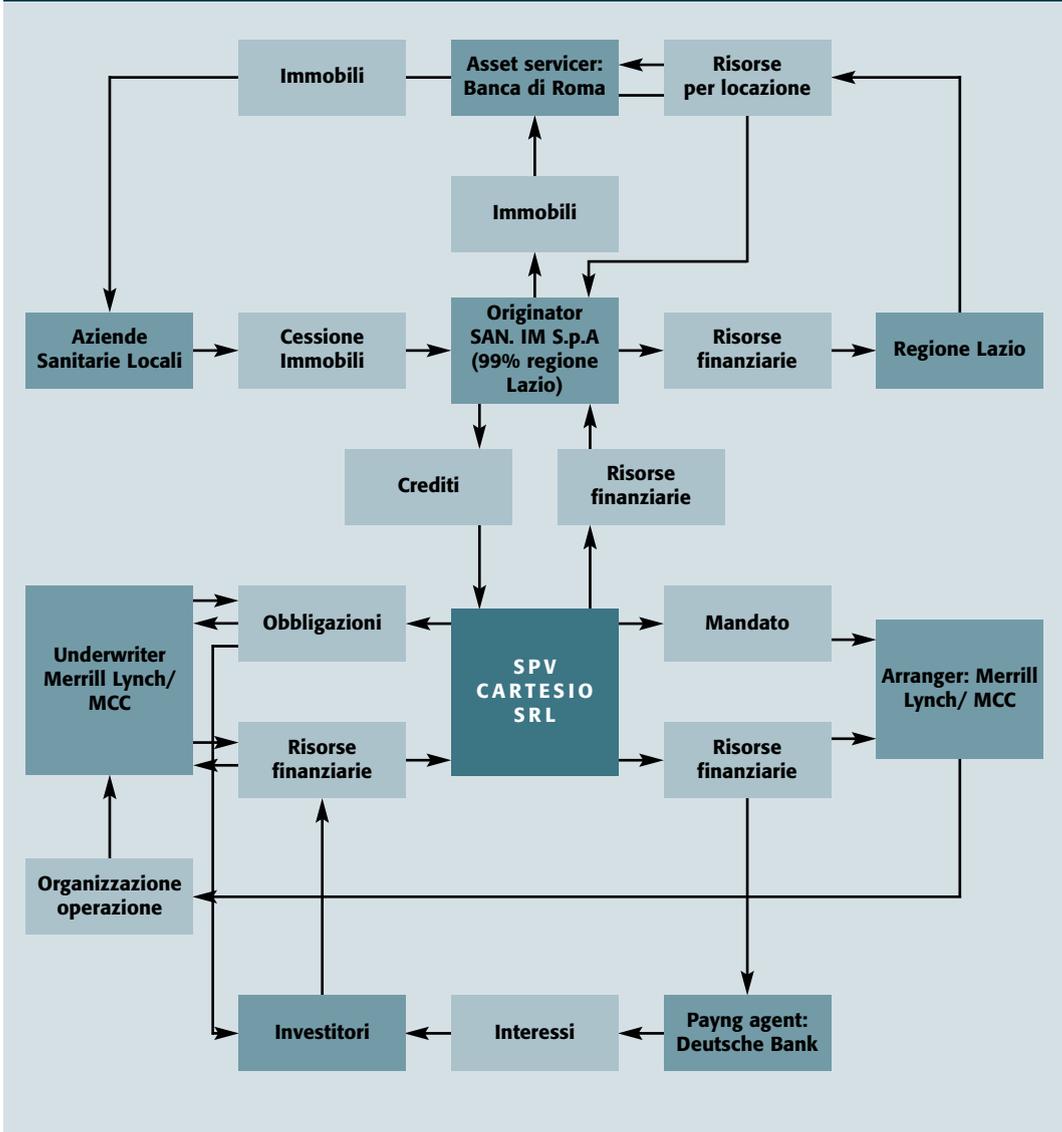
SAN.IM. ha stipulato un contratto di acquisizione e contestuale concessione in locazione finanziaria dei beni immobili individuati nel quale sono state previste alcune clausole di garanzie. Tali clausole sono volte a impedire che i beni oggetto della contratto possano essere distolti dalla loro destinazione d'uso e garantiscono la titolarità della gestione ordinaria e straordinaria dei beni immobili oggetto del contratto in capo alle aziende venditrici.

Per pagare l'acquisto degli immobili SAN.IM. Ha ceduto ad una società veicolo, ossia alla Cartesio Srl, il portafoglio dei canoni con leasing sugli ospedali. L'acquisto di questo portafoglio da parte della società Cartesio Srl, è stato finanziato con la cartolarizzazione garantita dai flussi dei canoni di leasing.

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 quindi 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 però, la regione ha sanato parte del deficit pregresso accumulato al 2000 (4,6 miliardi di euro), potendo contare inoltre su un contributo dello stato di 2,4 miliardi di lire. Non volendo coprire il debito con un'emissione obbligazionaria, poiché tale emissione avrebbe raddoppiato il debito regionale, si è pensato di ricorrere alla cartolarizzazione, anche se la stessa ha reso più rigide le spese correnti del bilancio regionale.

**Figura 5.9**



Al termine dell'operazione sono state emesse sul mercato 4 tranche di obbligazioni, emesse con l'aiuto di due arranger: MCC e Merrill Lynch. La prima emissione (lead manager: Merrill Lynch, Mcc, Deutsche Bank e Dexia Crediop) ha un importo di 200 milioni di euro, paga una cedola semestrale parti all'Euribor a sei mesi maggiorato di 50 punti base ed ha scadenza legale nel 2033.

La seconda tranche (Merrill Lynch, Mcc, Deutsche Bank e Ubs Warburg) ha importo e valuta eguale alla prima tranche, ma ha scadenza legale al marzo 2028 ed una cedola parti all'Euribor semestrale

più 57 punti base. Più interessanti sono la terza e la quarta tranche di obbligazioni. La terza, effettuata in dollari e curata da Merrill Lynch, Mcc e Lehman Brothers, ha un importo di 450 milioni di dollari ed è strutturata come titolo bullet che paga una cedola fissa pari al 6,022%. Infine l'ultima tranche è costituita da un'obbligazione di 200 milioni di sterline con una cedola pari a 62 punti base sopra il Libor.

<b>Data</b>	26 Febbraio 2003
<b>Originator</b>	SAN.IM. SpA (99% Regione Lazio)
<b>Emittente</b>	Cartesio Srl
<b>Asset Type</b>	Crediti originati da canoni di locazione immobili
<b>Valore operazione</b>	1.100 milioni di euro
<b>Numero di emissioni</b>	4
<b>Placement</b>	Pubblico
<b>Arranger</b>	Merrill Lynch International, Mcc SpA
<b>Underwriter</b>	Merrill Lynch International, Mcc SpA
<b>Lead Manager</b>	Merrill Lynch/ Mcc SpA/ Deutsche Bank /Dexia Crediop/ Ubs Warburg/ Lehman Brothers/ Barclays Depfa
<b>Asset servicer</b>	Banca di Roma
<b>Paying agent</b>	Deutsche Bank Ag London

La cartolarizzazione ha rappresentato per la Regione Lazio un'esperienza interessante di finanza innovativa e di tecniche *tailor made*. Tuttavia occorre ricordare come oltre all'appesantimento del bilancio della regione, altri svantaggi legati al ricorso della tecnica, siano stati i tempi lunghi dell'operazione ed i costi per il montaggio dell'operazione.

Dal momento in cui è stata ideata l'operazione ed in cui è stata approvata la legge che permetteva la regione di compiere la cartolarizzazione degli immobili sono trascorsi quasi due anni. Inoltre le commissioni pagate dalla Regione hanno inciso sul costo in maniera determinante. Per la realizzazione dell'operazione sono state pagate commissioni per 6.850.000 euro che rappresentano un costo non indifferente per i bilanci delle pubbliche amministrazioni. Tale costo è maggiore rispetto a quelli che sostengono normalmente altri operatori economici che realizzano cartolarizzazione ed è spiegabile in parte dalla natura degli *asset* cartolarizzati ed in parte dal *rating* differente posseduto dalla Regione.

Il ricorso a strumenti e tecniche di finanza innovativa deve quindi essere attentamente valutato dalle pubbliche amministrazioni sulla base dei costi, dei tempi, delle procedure e più in generale dei vantaggi e svantaggi che si verificano.

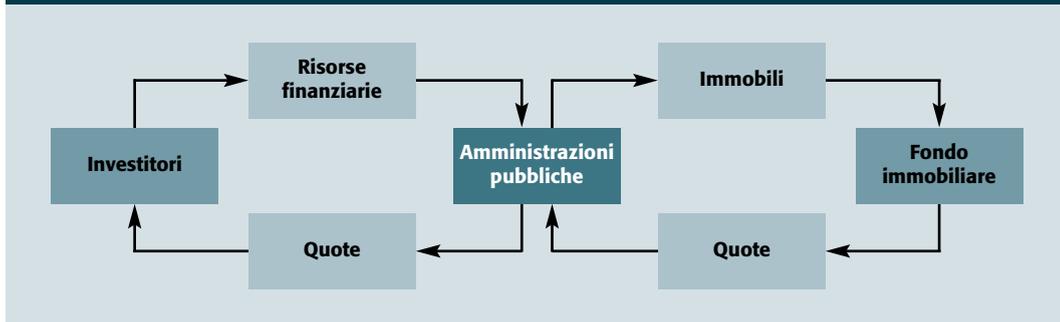
# I fondi comuni di investimento immobiliare

## 6.1 Introduzione

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 preziose risorse finanziarie da dedicare al finanziamento degli investimenti pubblici (vedi figura 6.1).

Figura 6.1



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.

## 6.2 Caratteristiche ed attori coinvolti

Vi sono diversi attori che intervengono nella realizzazione di un fondo con apporto pubblico, ciascuno di esso contribuisce a generare i complessi aspetti di natura contrattuale, autorizzatoria, fiscale ed immobiliare dell'operazione. Volendo individuare i più importanti tra di essi e descriverne l'attività svolta si possono analizzare:

- **Soggetto conferente:** conferisce al fondo gli immobili e la liquidità necessaria ricavandone in cambio quote, da cedere poi sul mercato in cambio di utili risorse finanziarie da destinare al finanziamento di nuovi investimenti.
- **Advisor immobiliari:** 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 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.
- **Advisor finanziari:** 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 procedimen-

to di costituzione di un fondo, dalla prima ricognizione del patrimonio immobiliare della pubblica amministrazione sino al conferimento. Gli stessi possono inoltre supportare la pubblica amministrazione nel processo di selezione dei soggetti che gestiranno la funzione della SGR mettendo a punto il modello di affidamento e la relativa documentazione di gara per la selezione della società.

- **Advisor legali:** sono i soggetti 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.). I consulenti legali possono curare anche gli aspetti civilistici e fiscali legati all'operazione ed ai contratti che vengono stipulati.
- **Società di gestione del risparmio:** rappresenta l'intermediario abilitato ad esercitare la gestione individuale e collettiva 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.
- **Esperti indipendenti:** si occupano di verificare e stimare il valore degli immobili. Nell'ambito delle proprie attività e funzioni, la società di gestione del risparmio si avvale, per il fondo immobiliare dalla stessa gestito di un collegio di tre periti designati dal presidente del tribunale competente per territorio su richiesta del consiglio di amministrazione della società stessa.
- **Istituti di credito:** intervengono nell'attività di collocamento delle quote del fondo, vendendo le stesse sul mercato e trasferendo il ricavato alla pubblica amministrazione conferente. Solitamente l'offerta avviene tramite un consorzio di collocamento e garanzia, nel quale una banca assume il ruolo di responsabile del coordinamento (*global coordinator*) ed altre banche o società di intermediazione fungono da collocatori. In generale comunque, la Società di Gestione del Risparmio potrebbe curare direttamente il collocamento di parte delle quote offerte agli investitori istituzionali.
- **Banca depositaria:** rappresenta la banca che custodisce i valori mobiliari della pubblica amministrazione e le disponibilità liquide del fondo<sup>1</sup>. La banca depositaria ha, inoltre, il compito di accertare che l'emissione ed il rimborso delle quote, il calcolo del valore delle quote stesse e la destinazione dei redditi del fondo siano conformi alla legge, al regolamento ed alle prescrizioni degli organi di vigilanza e che nelle operazioni relative al fondo stesso la controprestazione le sia rimessa nei termini di uso. Nell'ambito dell'operazione, la banca depositaria svolge infine i compiti di esecuzione delle istruzioni della SGR e di controllo della legittimità delle operazioni attinenti alla gestione del fondo.
- **Facility e property managers:** rappresentano le società che si dedicano solitamente alla gestione dal punto di vista finanziario, orga-

1. In concreto la banca depositaria può poi depositare la totalità o parte del fondo medesimo presso la Monte Titoli Spa e presso la gestione centralizzata della Banca d'Italia.



### 6.3 Il quadro giuridico

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 e l'articolo 15 che regola il trattamento tributario e fiscale dei fondi con apporto.

Successivamente, altri provvedimenti, hanno inciso sulla disciplina generale di tali strumenti:

- **Articolo 3, comma 111 della Legge 662 del 1996**, la quale introduce modifiche all'articolo 14-bis della Legge 86/1994;
- **Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58**, ossia il testo unico della finanza, che ha abrogato la Legge istitutiva dei fondi immobiliari, mantenendo però in vigore l'articolo 14-bis;
- **Legge 23 novembre 2001, n. 410**, la quale ha dettato il nuovo regime tributario dei fondi immobiliari.

A tali leggi occorre poi aggiungere le disposizioni derivanti dai regolamenti di Banca d'Italia<sup>2</sup>, del Ministero del Tesoro<sup>3</sup> e Consob<sup>4</sup>.

Stante tale disciplina, sono autorizzati a sottoscrivere le quote del fondo con apporto pubblico lo Stato, gli enti previdenziali pubblici, Regioni, Enti Locali, consorzi e società pubbliche<sup>5</sup>. Tali pubbliche amministrazioni sottoscrivono le quote del fondo, apportando beni di provenienza pubblica per una soglia minima del 51%<sup>6</sup> ed un apporto in denaro non inferiore al 5% del valore del fondo<sup>7</sup>. Per quanto attiene i beni di provenienza pubblica, è possibile ricordare che è facoltà della pubblica amministrazione apportare al fondo beni del patrimonio disponibile ma, in linea teorica è possibile anche che l'apporto riguardi beni indisponibili o demaniali<sup>8</sup>, la cui destinazione è stata cambiata tramite delibera del Consiglio Comunale o della Giunta Regionale per legge. L'oggetto dell'apporto può inoltre essere costituito anche da diritti reali su immobili, anche se tale ipotesi è residuale e poco probabile.

Importante è la disposizione del comma 10 dell'art. 14-bis la quale stabilisce che gli apporti ai fondi istituiti con apporto prevalentemente pubblico<sup>9</sup> avvengono in regime di

2. Si fa qui riferimento al provvedimento Banca d'Italia 1° luglio 1998 che regola l'autorizzazione della Società di Gestione del Risparmio ed il provvedimento del 20 settembre 1998 che detta le regole per il contenimento del rischio e limiti di investimento per gli organismi di investimento collettivo del risparmio.

3. Si veda il Decreto del Ministero del Tesoro 24 maggio 1999, n. 228 che detta i criteri generali per i fondi comuni di investimento.

4. In materia di emittenti si veda la delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11791.

5. Cfr. art. 14-bis, comma 1, Legge 86/1994.

6. Cfr. art. 14-bis, comma 1, Legge 86/1994.

7. Il comma 3 dell'art. 14-bis della Legge 86/1994 stabilisce, al fine di dare maggiore liquidità al fondo che "il regolamento del fondo deve prevedere l'obbligo per i soggetti che effettuano conferimenti in natura, di integrare gli stessi con un apporto in

denaro non inferiore al 5 per cento del valore del fondo. Detto obbligo non sussiste qualora partecipino al fondo, esclusivamente con apporti in denaro, anche soggetti diversi da quelli che hanno effettuato apporti in natura ai sensi del comma 1 e sempreché il relativo apporto in denaro non sia inferiore al 10% del valore del fondo".

8. Si veda a tal proposito l'articolo 3 della Legge n. 2 del 1999 delle Regione Toscana, che prevede che possano essere apportati al fondo immobiliare anche i beni appartenenti al patrimonio indisponibile o al demanio regionale, per i quali la Giunta Regionale deliberi la cessazione della destinazione pubblica ai sensi dell'articolo 6, comma 1 della medesima Legge Regionale.

9. Si fa qui riferimento ai fondi le cui quote sono sottoscritte per oltre il 51% con apporto di beni immobili da parte dello Stato, di enti previdenziali pubblici, Regioni, Enti Locali e loro consorzi e società interamente possedute, ancorché indirettamente, dagli stessi soggetti.

neutralità fiscale e quindi non si determinano redditi imponibili né perdite deducibili in capo al soggetto apportante. Il valore fiscalmente riconosciuto dei beni si trasferisce sulla quota del fondo ricevuta in cambio. Infine va ricordato che il conferimento dei beni immobiliari al fondo da parte della pubblica amministrazione non rientra nel campo di applicazione dell'Iva.

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<sup>10</sup>, 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.

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.

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. In tale fase la pubblica amministrazione, o il soggetto appositamente individuato a seguito di gara, approfondiscono le informazioni che hanno sugli immobili passando dai profili descrittivi a quelli d'uso, reddituali e patrimoniali.

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.

Per ciascun immobile la pubblica amministrazione dovrà avere le seguenti informazioni:

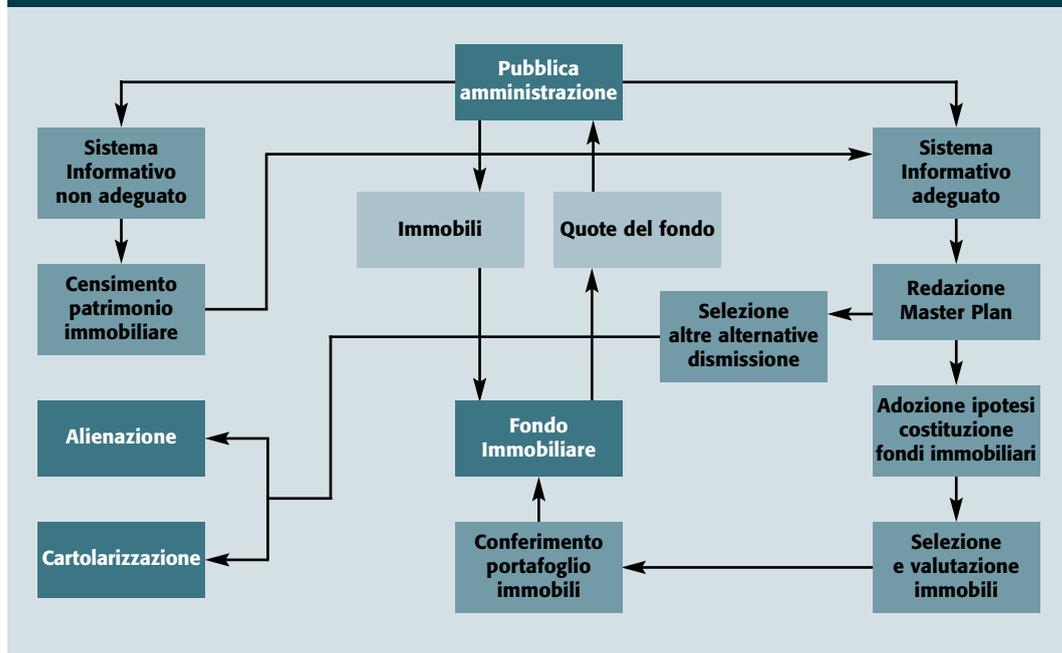
- dati identificativi dell'immobile;
- dati di localizzazione dell'immobile;
- dati tecnici;
- dati sulle condizioni di utilizzo;
- valore dell'immobile;
- dati sulla situazione tecnica;
- vincoli di disponibilità;

Dal censimento e dalla valutazione del patrimonio immobiliare della pubblica amministrazione potrebbe infatti, risultare chiaro che la massa di immobili detenuti non consente 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 in questione. In alternativa, la pubbli-

10. In linea generale, le informazioni dovrebbero essere desunte dall'inventario dei beni, ossia dal documento contabile che rappresenta ad una certa data la consistenza patrimoniale dell'ente pubblico.

ca amministrazione può ricorrere naturalmente ad altre soluzioni più o meno tradizionali, che servono a ricavare dalla cessione del patrimonio detenuto nuove risorse finanziarie da destinare agli investimenti: a) alienazione semplice; b) cartolarizzazione (vedi figura 6.3).

**Figura 6.3**



Laddove dalla valutazione del patrimonio emerge 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 di valore. Nella selezione degli immobili si può ad esempio procedere avvalendosi di parametri di priorità d'ordine che possono essere plusvalenza e rendimento percentuale, in modo da realizzare un fondo immobiliare a reddito in linea con la remunerazione attesa degli investitori.

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. A tal fine la pubblica amministrazione seguirà le procedure e le fasi normalmente previste per l'acquisizione dall'esterno di un servizio o bene:

- **Fase di deliberazione a contrattare**, nella quale l'amministrazione manifesta la volontà di bandire una gara per la scelta della società di gestione del risparmio e precisa l'oggetto e le modalità delle

gara stessa<sup>11</sup>. In tale fase l'amministrazione pubblica predisporre inoltre un progetto di contratto che descrive l'oggetto della prestazione (istituzione e gestione del fondo) che il contraente deve eseguire allegando allo stesso il capitolato d'oneri<sup>12</sup>.

- **Fase di scelta del contraente ed aggiudicazione**, in questa fase si sceglie il metodo di aggiudicazione<sup>13</sup> e si individua la società di gestione del risparmio con la quale concludere il contratto. Ad esempio si potrà ricorrere ad appalto concorso o trattativa privata selezionando la società di gestione del risparmio tramite criteri qualitativi<sup>14</sup> e quantitativi<sup>15</sup>. Nella scelta della società occorrerà anche valutare la qualità delle strategie di sviluppo e rivalutazione economica degli immobili gestiti, l'esistenza di un network qualificato di conoscenze da parte della società di gestione relativo ad utenti degli immobili e possibili sottoscrittori dei fondi.
- **Fase di aggiudicazione**, nella quale la pubblica amministrazione redige formalmente il contratto.
- **Fase di esecuzione del contratto**, nella quale la pubblica amministrazione conferisce al fondo gli immobili, ricevendone in cambio le quote dello stesso e sottoscrive il regolamento promosso dalla società di gestione del risparmio selezionata. Sempre in tale fase avviene la vendita delle quote detenute dalla pubblica amministrazione agli investitori ed il trasferimento delle risorse finanziarie ricavate all'amministrazione conferente. Il collocamento delle quote può avvenire tramite trattativa privata con l'investitore interessato all'iniziativa (*private placement*) o mediante l'offerta al pubblico risparmio (*retail placement*).

11. Nella delibera a contrattare dovranno necessariamente essere indicati: a) il fine che con il contratto si intende perseguire; b) l'oggetto del contratto, la forma e le clausole essenziali; c) le modalità di scelta del contraente e le ragioni che ne sono alla base.

12. Il capitolato d'oneri è quell'atto contenente norme e clausole d'ordine giuridico-amministrativo, tecnico, economico, finanziario e contabile, concernente i contratti delle pubbliche amministrazioni.

13. Si veda il Decreto Legislativo 17 marzo 1995, n. 157.

14. Tra gli elementi qualitativi che porteranno all'individuazione della società di gestione vi è certamente l'expertise ed il track record della società di gestione del risparmio in riferimento alla tipologia di immobili che compongono il portafoglio oggetto della gestione.

15. Nella selezione della società si potrà individuare quale criterio quantitativo l'ammontare delle commissioni di gestione (*fee* di sottoscrizione, *fee* di gestione e *carried interest*) di spettanza della società di gestione e a carico dei sottoscrittori.

Organo	Ruolo
Organo consiliare	Approvazione legge sui fondi immobiliari o regolamento cessione immobili
	Approvazione del master plan
Organo esecutivo	Delibera cessazione destinazione pubblica immobili
	Redazione master plan
	Scelta procedura di dismissione
	Individuazione SGR
	Sottoscrizione quote del fondo
	Emissione obbligazioni convertibili in quote del fondo

Occorre ricordare che l'apporto al fondo degli immobili avviene a seguito di stima da parte di un collegio di periti ai sensi del quarto comma dell'articolo 14-*bis* della Legge 86/94. Inoltre, un aspetto connesso alla fase di esecuzione e collocamento delle quote riguarda la possibilità prevista dall'art. 14-*bis* della Legge 86/1994 di emettere prestiti obbligazionari convertibili in quote del fondo istituito.

## 6.4 Impatto sul bilancio e prospettive di utilizzo

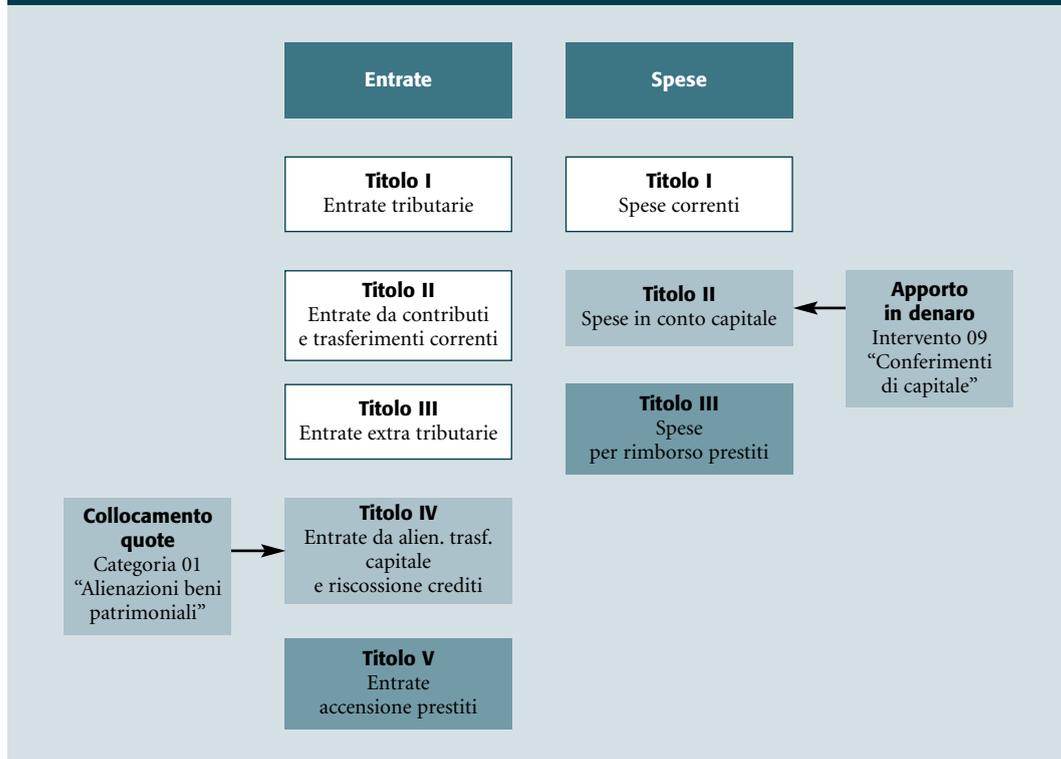
Prescindendo dalla modalità di calcolo e dall'ammontare delle risorse che sono coinvolte nell'operazione di realizzazione del fondo con apporto pubblico, si possono evidenziare quali siano le voci di bilancio interessate. A tal fine è possibile distinguere le voci interessate dall'operazione sia dal punto di vista della contabilità finanziaria sia dal punto di vista della contabilità economico-patrimoniale.

Sostanzialmente, 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 Locale 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".

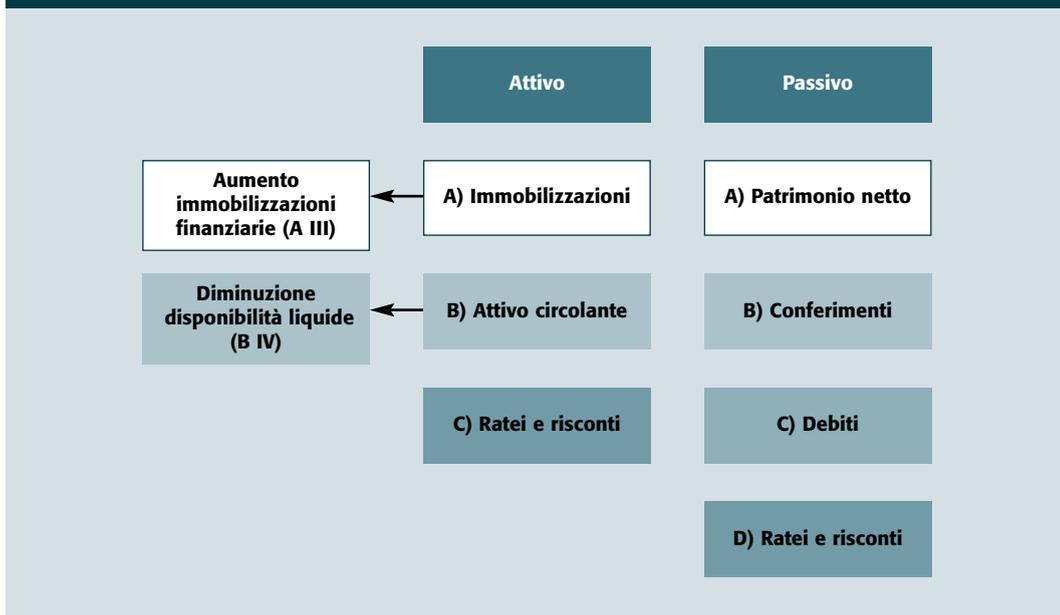
Sarà poi al collocamento delle quote che la contabilità finanziaria rileverà un'entrata all'interno del titolo IV categoria 01 "alienazioni di beni patrimoniali". La rilevazione nel bilancio preventivo dell'utilizzo dei fondi con apporto pubblico sarà pertanto la seguente:

Figura 6.4



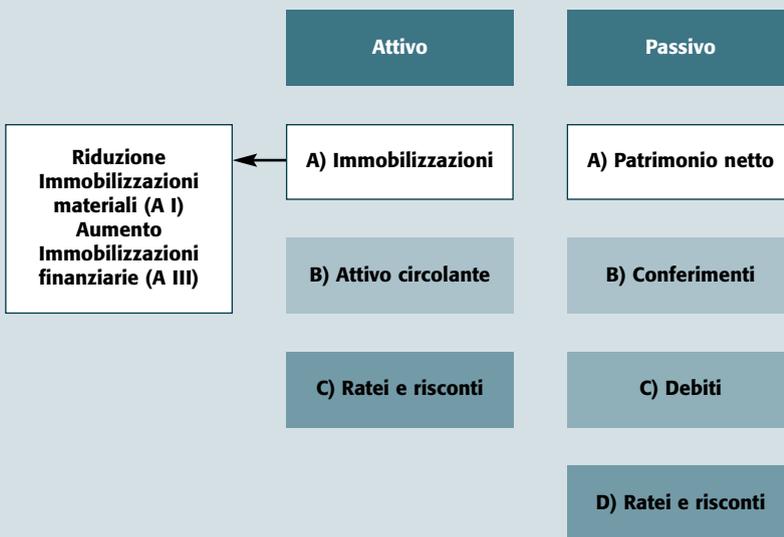
Dal punto di vista della contabilità patrimoniale gli effetti dell'utilizzo del fondo con apporto pubblico saranno più visibili, in considerazione del fatto che l'operazione incide principalmente sul patrimonio della pubblica amministrazione. L'apporto in denaro porterà una riduzione della disponibilità liquide (B IV disponibilità liquide) ed un incremento di eguale importo delle immobilizzazioni finanziarie (A III immobilizzazioni finanziarie).

**Figura 6.5**



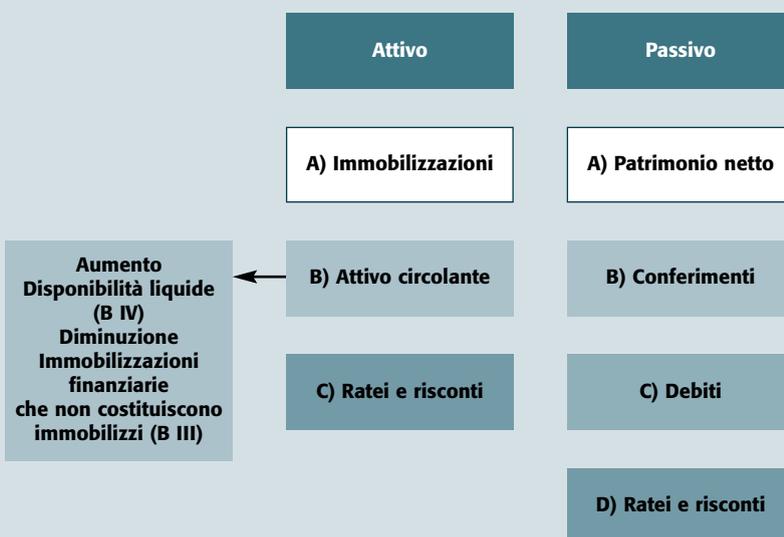
Successivamente l'apporto dei beni comporterà una riduzione delle immobilizzazioni materiali (A I) ed un incremento delle immobilizzazioni finanziarie (A III).

**Figura 6.6**



Infine al collocamento delle quote del fondo vi sarà un'ulteriore trasformazione del patrimonio dell'ente: diminuiranno le immobilizzazioni finanziarie che non costituiscono immobilizzi (B III) ed aumenteranno di contro le disponibilità liquide (B IV).

**Figura 6.7**



La valutazione dell'impatto sul bilancio deve però essere compiuta comparativamente in raffronto anche ad altri strumenti di finanziamento ed a vincoli quali quello sul patto di stabilità.

L'applicabilità del fondo viene ad essere determinata dalla valutazione dei vantaggi, svantaggi e limiti cui è soggetto l'utilizzo dello strumento. Nel valutare l'applicabilità dello strumento occorre, inoltre, considerare attentamente anche strumenti alternativi che consentono di raggiungere medesimi obiettivi: cartolarizzazione e dismissione semplice degli immobili.

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.

Si pensi ad esempio al Fondo Alpha, l'unico fondo ad apporto pubblico sinora esistente. Sebbene gli immobili dell'amministrazione conferente, ossia dell'Inpdap siano stati conferiti il 18 dicembre del 2000, le quote del fondo sono state collocate presso il pubblico risparmio soltanto a partire dal 12 giugno 2002.

Il fattore temporale non può non essere valutato, se si confronta lo strumento con una semplice dismissione. Certamente il fondo con apporto pubblico non è lo strumento più adeguato per una rapida<sup>16</sup> dismissione di beni immobili non strategici all'attività dell'amministrazione.

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.

16. Occorre ricordare tuttavia che l'ottenimento delle risorse finanziarie tramite fondo immobiliare potrebbe essere accelerato dall'emissione di titolo obbligazionario e speciali convertibili in quote del fondo, ai sensi del comma 15, dell'articolo 14-bis della Legge 86/1994.

Nel 2001 la Regione Veneto ha esaminato la possibilità di ricorrere alla costituzione di un fondo immobiliare, avanzando un progetto di legge in tal senso. La Regione aveva l'obiettivo di migliorare la gestione del proprio patrimonio immobiliare e valorizzarne il rendimento. A tal fine la proposta autorizzava la Regione ad utilizzare un fondo comune di investimento immobiliare chiuso con apporto di beni immobiliari di proprietà della regione o enti e società da essa controllate. Nell'operazione, la finanziaria della Regione Veneto, Veneto Sviluppo Spa, avrebbe dovuto costituire una SGR, con lo scopo di promuovere il fondo immobiliare.

## 7.1 Introduzione

Il crescente interesse verso l'utilizzo di nuovi strumenti finanziari, da tempo diffusi nel settore delle imprese private, ha creato nel nostro Paese un clima molto favorevole all'introduzione della logica della finanza di progetto per la costruzione di opere pubbliche.

Il rilancio delle infrastrutture viene da più parti indicato come uno dei presupposti per consentire lo sviluppo economico e sociale di una nazione e per attuare le politiche di riequilibrio territoriale adottate dall'Unione Europea.

In Italia la situazione nel campo delle infrastrutture non risulta adeguata:

- quantitativamente, in quanto il livello risulta inferiore a quello degli altri Paesi Europei, soprattutto nei settori dei trasporti, dell'energia e delle telecomunicazioni;
- qualitativamente, a causa dell'obsolescenza tecnologica e del deperimento fisico di molte opere e delle non perfetta corrispondenza con le mutate esigenze della domanda e alle necessità di rispetto ambientale.

Il divario accumulato dall'Italia non appare colmabile in tempi brevi. La marcata riduzione registrata dagli investimenti pubblici nel corso degli ultimi anni porta a prefigurare un processo di ulteriore arretramento della dotazione di infrastrutture in particolare in alcuni settori, ritenuti fondamentali per lo sviluppo e la modernizzazione di un Paese: infrastrutture, trasporti e comunicazioni, strutture sanitarie.

La situazione globale del nostro Paese, anche come conseguenza della partecipazione all'Unione Economica e Monetaria, impone interventi strutturali, guidati dall'obiettivo di perseguire più elevati livelli di efficienza, unitamente alle esigenze di contenimento della spesa pubblica; tale processo ha favorito, da un lato, un crescente intervento del settore privato nei servizi pubblici, guidato da logiche di competizione e sfruttamento di opportunità produttive; dall'altro,

ha permesso lo sviluppo di tecniche di finanziamento per grandi infrastrutture a mezzo di capitali privati, in un'ottica, invece, di integrazione e collaborazione. La crisi di liquidità che ha colpito lo Stato centrale si è riflessa negli enti territoriali minori, ai quali, in vista del processo di integrazione europea, è stato affidato il compito di gestire lo sviluppo economico locale.

In tale contesto, la finanza di progetto è indicata da più parti come lo strumento finanziario più appropriato nel settore pubblico, nel quale si trovano alcuni presupposti essenziali per la sua applicazione: elevati fabbisogni finanziarie; ridotti rischi di mercato.

La filosofia sottostante un'operazione di finanza di progetto è rappresentata dal coinvolgimento di soggetti privati per la realizzazione di opere pubbliche. Questa tecnica di finanziamento fornisce alle amministrazioni statali uno strumento per reperire in primo luogo capitali da destinare alle spese di investimento, considerata la scarsità di fondi pubblici.

La finanza di progetto è una forma di finanziamento che 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 ai ricavi generati dall'iniziativa stessa;
- 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 dunque giustificazione nel progetto in sé e nella sua capacità di ripagare le risorse in esso investite con ragionevole attendibilità. Il progetto deve pertanto risultare chiaramente identificabile tanto dal punto di vista giuridico quanto da quello economico e tecnologico.

Solo a queste condizioni esso può offrire una base di valutazione attendibile per gli istituti pubblici e privati, interessati ad un potenziale coinvolgimento. L'essenza della finanza di progetto, infatti, risiede proprio nella capacità di effettuare quei bilanciamenti di competenze e di rischi in grado di attrarre gli attori meglio qualificati per sostenere iniziative intrinsecamente autonome e per sostenerne nel tempo l'attuazione, fino al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Il risultato da raggiungere nel momento in cui si decide di attivare un'operazione di finanza di progetto, pertanto, deve essere duplice: da un lato occorre evitare di erodere le disponibilità finanziarie o le capacità di indebitamento del promotore dell'iniziativa; dall'altro è però necessario fare in modo che i finanziatori non si accollino in via

pressoché esclusiva il rischio imprenditoriale associato all'iniziativa stessa. Questo secondo obiettivo viene perseguito attraverso il coinvolgimento di diversi attori, pubblici e privati, direttamente o indirettamente interessati alla realizzazione del progetto, quali imprese di costruzione, società di *venture capital*, fornitori, clienti ed altri operatori economici.

Fornire una definizione univoca di finanza di progetto risulta piuttosto complesso, perché con questo termine si indica una ampia gamma di soluzioni per il finanziamento di specifici progetti imprenditoriali. Le operazioni di finanza di progetto possono avere elementi comuni, rispondere alle stesse finalità, essere strutturate utilizzando le stesse metodologie di analisi e di valutazione, ma hanno sempre caratteristiche proprie che le differenziano l'una dall'altra. Sono, per loro natura, operazioni costruite in funzione del progetto da realizzare. Sarebbe pertanto errato considerare la finanza di progetto come uno strumento finanziario o una particolare tecnica: si tratta, piuttosto, di un approccio diverso al finanziamento degli investimenti, un approccio che si avvale di tecniche e strumenti finanziari diffusi e consolidati. Mentre il tradizionale approccio creditizio si concretizza nell'allestimento di un'operazione di prestito, basata essenzialmente sulla valutazione della capacità di rimborso delle imprese finanziate, la finanza di progetto identifica nelle prospettive di reddito del progetto la fondamentale garanzia dell'indebitamento contratto. La caratteristica essenziale della finanza di progetto è la capacità, o meglio l'attitudine, dell'attività economica finanziata - il progetto - di produrre *cash flow* in grado di garantire il servizio del prestito, nonché un'adeguata remunerazione del capitale investito.

Dal punto di vista strettamente giuridico, la finanza di progetto consiste in una molteplicità di contratti (di concessione, di finanziamento, di appalto, di fornitura, di garanzia, di costruzione e gestione) attraverso i quali vengono coordinate e finalizzate le risorse, le attività e le responsabilità di soggetti diversi, in funzione della realizzazione del progetto. In questo senso, l'innovatività della finanza di progetto non sta negli specifici contratti che la costituiscono, quanto nell'impalcatura logica che rende necessari e che collega tra loro i diversi contratti; impalcatura la cui fisionomia deriva a sua volta dalle specifiche problematiche dell'opera che si vuole finanziare. Di conseguenza, le operazioni di finanza di progetto, pur se su una base comune, tendono ad essere abbastanza diverse l'una dall'altra in quanto contratti simili vengono utilizzati in maniera diversa in relazione alle caratteristiche dell'investimento. In estrema sintesi, tale struttura è composta da una pluralità di contratti, la cui caratteristica è di essere finalisticamente collegati per realizzare un duplice obiettivo:

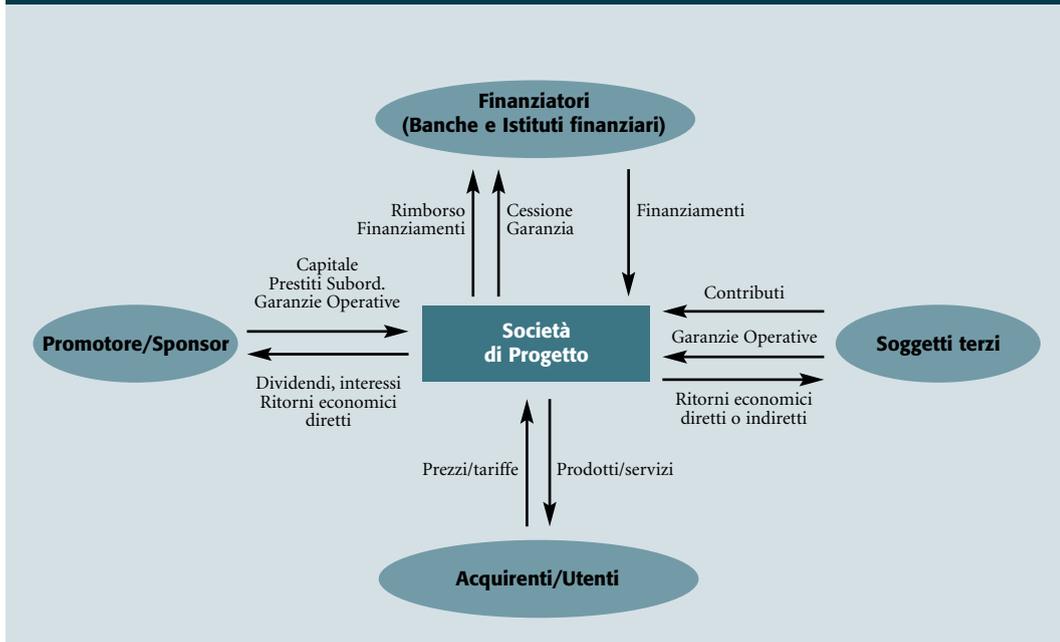
- per la pubblica amministrazione, integrare le proprie risorse per realizzare un'opera pubblica;
- per l'interlocutore privato, ottenere un compenso equo e congruo alle proprie risorse.

## 7.2 Attori coinvolti e spazi di applicazione alle opere pubbliche

In un'operazione di finanza di progetto sono coinvolti numerosi attori, ognuno dei quali con diversi ruoli, competenze e rischi: promotori (sponsor), investitori finanziari, intermediari finanziari, progettisti o ingegneri consulenti, costruttori (*contractor*), gestori (*operator*) e altri soggetti, a seconda della tipologia dell'opera da finanziare.

- **Promotori o sponsor** Sono i soggetti che promuovono la realizzazione di una determinata opera, avendo individuato interessanti potenzialità. Possono essere Enti Locali, soggetti privati e azionisti della società di progetto;
- **Società di progetto** È la società a cui fanno capo tutte le attività e le obbligazioni del progetto sottostante; viene anche definita, utilizzando la terminologia anglosassone, *special purpose vehicle* (Spv). Tale società viene appositamente costituita, con l'obiettivo di stabilire un'entità economica con personalità giuridica e propria capacità economica e patrimoniale, con oggetto sociale delimitato alla realizzazione e gestione dell'opera. Generalmente, fanno parte della società i promotori, i realizzatori e gestori, gli azionisti.
- **Investitori finanziari** Sono i soggetti che partecipano al finanziamento dell'opera in veste di semplici azionisti, ossia coloro che forniscono il capitale di rischio della società di progetto. Al capitale di rischio va aggiunto il capitale di debito ottenuto attraverso operazioni di indebitamento con le banche, con il mercato dei capitali (emissioni obbligazionarie), con investitori istituzionali (finanziatori non azionisti) e così via.
- **Intermediari finanziari** Il pacchetto finanziario costituito da capitale proprio e capitale di debito viene gestito dagli intermediari finanziari, ossia banche commerciali e/o banche d'affari. In linea generale, il finanziamento viene garantito da una capogruppo, che lo suddivide tra le banche partecipanti.
- **Costruttori o *contractor*** Si impegnano ad eseguire materialmente l'opera, seguendo le indicazioni relative ai costi fissati nel progetto e ai tempi di realizzazione.
- **Gestori od *operator*** Possono essere considerati i soggetti su cui ricade il maggior rischio legato all'operazione finanziata. La gestione dell'opera rappresenta la fase più delicata, infatti, considerando la logica di autofinanziamento del progetto, un'errata gestione farebbe cadere tutti i vantaggi dell'operazione. Il ripiano del debito e la remunerazione del capitale investito devono essere garantiti dai flussi di cassa generati dal progetto.
- **Altri soggetti** In un'operazione di finanza di progetto sono generalmente coinvolti assicuratori, consulenti legali, tecnici, finanziari e fiscali.

Figura 7.1



L'applicazione della tecnica della finanza di progetto consente ai vari attori di sfruttare vantaggi di natura economica e finanziaria.

La fase iniziale di contrattazione, dopo l'aggiudicazione, può essere lunga e difficoltosa: stabilite le competenze di ciascuno dei soggetti, individuati i canali di finanziamento e stipulati tutti gli accordi commerciali, le probabilità di una buona riuscita dell'investimento sono alquanto elevate.

Un aspetto ritenuto fondamentale, in questo sistema di realizzazione di opere pubbliche, è rappresentato dalla ripartizione dei rischi e dal più agevole reperimento di ingenti somme di capitali. L'ente pubblico, per attuare il piano di investimenti, necessita di una quantità di risorse che difficilmente sono disponibili nel proprio bilancio; inoltre, attingere capitali da fonti esterne può essere conveniente solo se il rischio legato all'investimento non risulta sproporzionato all'ammontare di somme da reperire e alla redditività del progetto.

Analizzando la situazione dal punto di vista del privato, l'assumerlo il rischio di partecipare all'operazione è valutato attentamente in funzione dei flussi di cassa che il progetto genera.

Se queste sono le premesse generali della finanza di progetto, l'individuazione dei settori più idonei alla sua applicazione si basa sulla considerazione congiunta di diversi fattori:

1. la presenza di un corpo normativo sufficientemente chiaro e non contraddittorio, soprattutto nel recepimento delle norme UE;

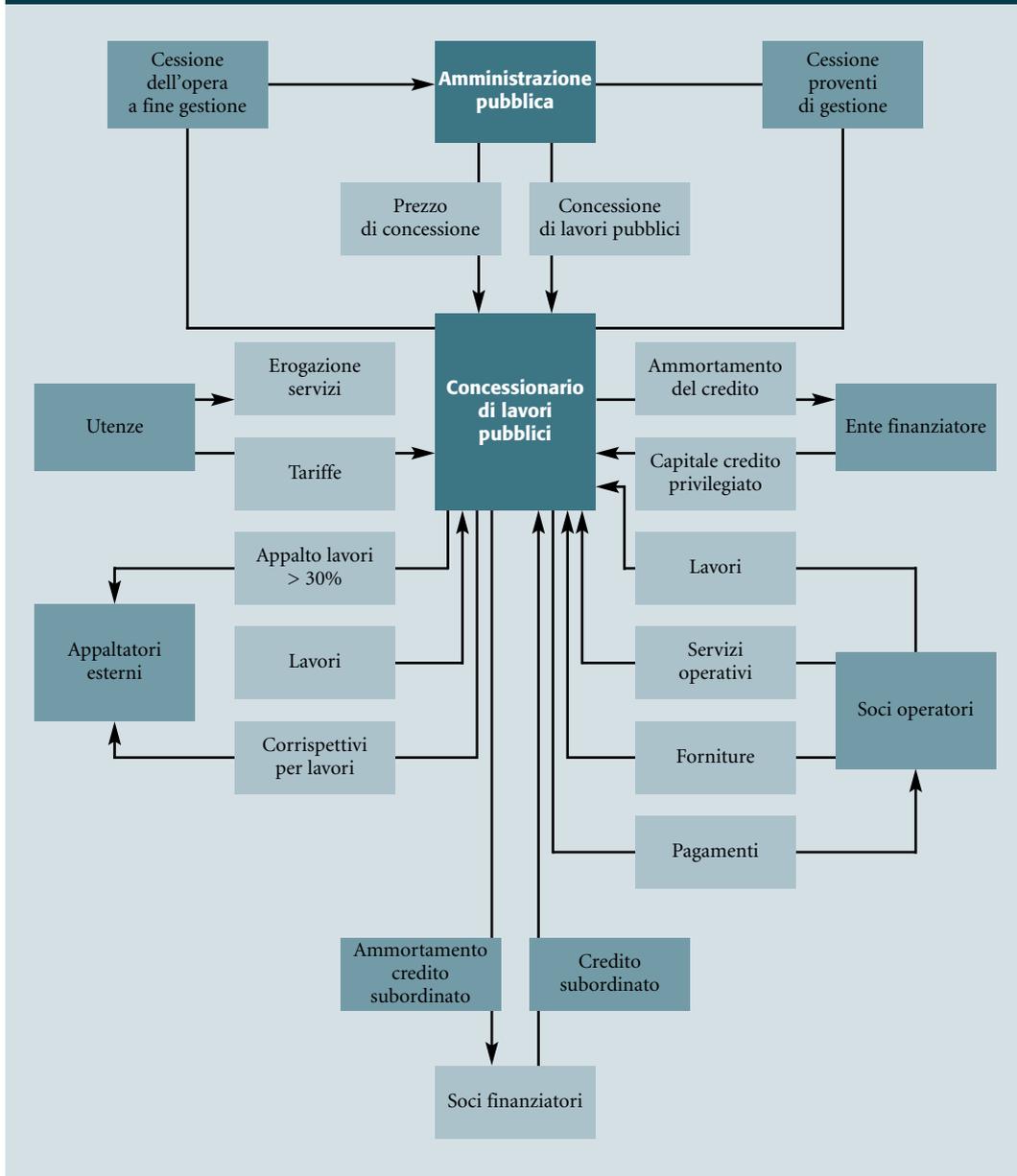
2. la possibilità di contare su un volume d'affari su base annua sufficiente a poter assicurare un adeguato spazio di mercato e a poter garantire un buon rientro del capitale investito;
3. la prevedibilità e la stabilità nel tempo dei ricavi dell'iniziativa, meglio se garantiti da contratti di lungo periodo o dal tipo di mercato che presenta scarsa elasticità e volatilità;
4. l'elevata dimensione finanziaria degli investimenti, tale da giustificare il ricorso a modelli di ingegneria finanziaria;
5. la tecnologia utilizzata, che deve essere largamente sperimentata e consolidata e permettere di minimizzare i rischi associati ai tempi e ai costi di realizzazione e agli oneri di gestione e manutenzione.

In proposito, si possono individuare tre tipologie di opere, a fronte delle quali l'ente pubblico e il grado di coinvolgimento del privato sono differenti:

- opere a forte rilevanza imprenditoriale, in cui le tariffe derivanti dalla gestione permettono di restituire il capitale di debito e di remunerare il capitale di rischio;
- opere a media rilevanza imprenditoriale, in cui le tariffe permettono un parziale recupero del capitale investito;
- opere non remunerative, ossia quelle ove la mancanza di tariffe o la loro esiguità non permette il recupero del capitale investito.

Il caso dei progetti remunerativi costituisce l'ipotesi più probabile di applicazione della tecnica della finanza di progetto. L'Ente Locale, rispetto alla precedente normativa, è in grado di portare a compimento alcune opere partecipando non necessariamente in veste di finanziatore e responsabile del procedimento. La novità più importante della Merloni-ter (Legge 415/98, che modifica la Legge 109/94) è infatti rappresentata dalla possibilità che l'ente non partecipi finanziariamente alla realizzazione dell'investimento, ma ne assuma il ruolo di coordinatore e responsabile.

Figura 7.2



### 7.3 Le fasi dell'operazione e la ripartizione dei rischi

La valutazione del rapporto rischio/rendimento rappresenta il punto di partenza per tutte le operazioni di investimento. La tecnica della finanza di progetto si sviluppa in più fasi, a ciascuna delle quali partecipano diversi attori su cui gravano i rischi dell'iniziativa:

1. fase di promozione/aggiudicazione;
2. fase di costruzione;
3. fase di avvio;
4. fase di gestione.

Nella fase di promozione, il rischio legato al progetto è ai livelli massimi, poiché gli sponsor sostengono una serie di costi per la presentazione del progetto, senza peraltro sapere se l'Ente Locale considererà valida la proposta. Tra le spese principali rientrano le spese di studio e di sviluppo del progetto (spese di consulenza tecnica e finanziaria, analisi dell'impatto ambientale e delle variabili socio-economiche: occupazione, sviluppo economico-territoriale). Viceversa, gli istituti finanziari in questa fase non sopportano alcun rischio.

Le categorie di rischio in questa fase sono il rischio politico e il rischio progettuale.

Aggiudicato il contratto di concessione, inizia la fase della costruzione. Mentre il rischio complessivo del progetto tende a diminuire, i rischi per i finanziatori aumentano: la costruzione prevede il versamento dei capitali necessari per avviare e sostenere i lavori.

Questa fase è caratterizzata dal rischio di completamento dei lavori (aumento dei costi o ritardo nella consegna dell'opera) e dal rischio di interruzione o abbandono (fallimento del costruttore, inadempimento degli azionisti, cause di forza maggiore).

Lo strumento di copertura di tali rischi è rappresentato dal *performance bond*, introdotto anche dalla Merloni-ter. Si tratta di una garanzia rilasciata da compagnie di assicurazione a favore dei finanziatori, dopo un'analisi di fattibilità del progetto tesa a valutarne l'affidabilità tecnica e finanziaria.

Completati i lavori, inizia la fase di avvio. Se la rischiosità complessiva continua la sua fase discendente, i rischi dei finanziatori tendono verso i livelli massimi. Solo dopo aver accertato il rispetto di tutti i criteri della buona esecuzione dei lavori, può iniziare l'ultima e più importante fase della gestione.

Occorre ribadire che, in un'iniziativa di finanza di progetto, la gestione dell'opera deve garantire un flusso di cassa in grado di remunerare i capitali investiti e di ripagare il debito contratto. L'efficiente gestione comporterà un ulteriore abbassamento del grado di rischio generale del progetto e una graduale riduzione del rischio dei finanziatori. Nella fattispecie, i rischi ricorrenti possono riguardare il mercato (minore domanda rispetto alle previsioni) e gli aspetti finanziari (variazioni non previste del costo del denaro, della struttura dei tassi di interesse, rischio legato alla capacità di gestione della società *operator* e rischi di forza maggiore).

L'analisi dell'aspetto finanziario costituisce il momento più delicato di un'operazione di finanza di progetto. Sia nel caso che l'iniziativa provenga dall'ente pubblico, sia nell'ipotesi di sponsor privati, deve essere redatto un piano economico finanziario che evidenzi la capacità di generare reddito.

L'analisi dei flussi di cassa scontati è lo strumento più utilizzato nelle valutazioni dei progetti. Tale analisi è considerata come la più accurata, in quanto considera contemporaneamente i flussi di cassa del progetto, la loro distribuzione temporale ed il valore finanziario nel tempo. Ai fini di una sua corretta formulazione si è soliti costruire il modello economico finanziario del progetto.

Questo rappresenta il momento di sistemazione di tutti i dati e le ipotesi inerenti alla realtà esaminata; è composto da diverse tavole o schede interdipendenti dall'elaborazione delle quali è possibile risalire ai flussi di cassa ed effettuare opportune scelte inerenti l'investimento.

La convenienza economica e la fattibilità finanziaria si possono misurare attraverso l'utilizzo di vari indicatori, tra cui assumono rilevanza maggiore l'analisi costi-benefici, la misurazione del tasso di rendimento interno (*Tir*), la valutazione del Valore attuale netto (*Van*), il rapporto tra il flusso di cassa annuale e il servizio del debito (quest'ultimo dato dalla somma tra la quota capitale e la quota interessi) (*DSCR*, *Debt Service Cover Ratio*).

## **7.4 Il quadro normativo italiano**

Negli ultimi cinque anni la normativa italiana si è notevolmente evoluta ed ha ampliato notevolmente la gamma degli strumenti disponibili per il coinvolgimento del settore privato nell'attività di progettazione, di finanziamento, costruzione e gestione di infrastrutture di pubblica utilità.

La Legge Quadro in materia di lavori pubblici (109/94), comunemente Legge Merloni, ha avuto tre rivisitazioni organiche, la prima effettuata dal D.L. 101/95, convertito con modificazioni dalla Legge 216/95 (cosiddetta Merloni Bis), la seconda apportata dalla Legge 415/98 (Merloni Ter), l'ultima con Legge 166/02 (Merloni Quater).

## Sintesi delle principali modifiche alla Legge Merloni (109/94), apportate dalla L. 166/02

- Prorogata la durata dell'attestazione a cinque anni con verifica entro il terzo anno del mantenimento dei requisiti di ordine generale nonché dei requisiti di capacità strutturale da indicare nel regolamento
- Eliminata la possibilità alle regioni di imporre o meno la certificazione SOA
- E' facoltà delle stazioni appaltanti richiedere ulteriori requisiti attestanti l'esecuzione di lavori nello specifico settore di intervento
- Possibilità del consorzio stabile di accreditarsi sulla base delle qualificazioni possedute dalle singole imprese consorziate
- Possibilità di costituire consorzi stabili di società di professionisti
- Limite della possibilità di subappaltare opere fino al 30%
- Divieto di subappalto quando una sola delle categorie superspecializzate supera il 15% dell'importo dei lavori
- Ampliamento della possibilità di aggiudicare attraverso l'Appalto Integrato per importi di lavori inferiori a 200.000 euro o pari o superiore a 10 milioni di euro
- L'appaltatore che partecipa ad un appalto integrato di cui al comma 1, lettera b), numeri 1) e 3), deve possedere i requisiti progettuali previsti dal bando o deve avvalersi di un progettista qualificato alla realizzazione del progetto esecutivo individuato in sede di offerta o eventualmente associato; il bando indica l'ammontare delle spese di progettazione esecutiva comprese nell'importo a base di appalto ed i requisiti richiesti al progettista, in conformità a quanto richiesto dalla normativa in materia di gare di progettazione
- Possono fare parte delle commissioni di collaudo, limitatamente ad un solo componente, i funzionari amministrativi che abbiano prestato servizio per almeno cinque anni in uffici pubblici
- E' scomparso qualunque riferimento all'anticipazione contrattuale
- Resta l'obbligo di presentare una polizza provvisoria qualunque sia l'importo dei lavori
- Cauzione definitiva aumentata di un punto in percentuale per ogni punto che supera il 10 per cento; ove il ribasso sia superiore al 20 per cento, l'aumento è di due punti percentuali per ogni punto di ribasso superiore al 20 per cento
- Viene previsto uno svincolo progressivo sulla cauzione definitiva a partire dal 50% del Sal. (anche per i contratti in corso)
- Si introduce l'obbligo per tutti i soggetti che effettuano la verifica del progetto di essere muniti di una polizza indennitaria civile per danni a terzi per i rischi derivanti dallo svolgimento dell'attività di propria competenza
- Il sistema di garanzia globale di esecuzione, una volta istituito, è obbligatorio per tutti i contratti di cui all'articolo 19, comma 1, lettera b), di importo superiore a 75 milioni di euro
- Vengono radicalmente rivoluzionate le norme relative alla finanza di progetto
- Il Governo provvederà a modificare il regolamento di cui al citato D.P.R. n. 34 del 2000 prevedendo la possibilità per l'Autorità di vigilanza sui lavori pubblici di comminare sanzioni rapportate alla gravità delle violazioni compiute dagli organismi di attestazione
- La quota di lavori subappaltabili resta del 30%
- Per l'affidamento di incarichi di progettazione ovvero della direzione dei lavori il cui importo stimato sia inferiore a 100.000 euro le stazioni appaltanti per il tramite del responsabile del procedimento possono procedere all'affidamento ai soggetti di cui al comma 1, lettere d), e), f) e g), di loro fiducia, previa verifica dell'esperienza e della capacità professionale degli stessi e con motivazione della scelta in relazione al progetto da affidare

Nel nostro Paese, in particolare modo nell'ultimo decennio, a causa delle modifiche al sistema fiscale e tributario che hanno coinvolto anche gli Enti Locali (minori trasferimenti dallo Stato ed un'autonomia impositiva seppur ancora lieve), si è posta una notevole attenzione a forme di collaborazione fra il settore pubblico e quello privato, rivolte in special modo alla realizzazione di infrastrutture di pubblica utilità.

In questo contesto la finanza di progetto, quale strumento che porta ad una suddivisione dei rischi e dei ruoli tra ente pubblico ed impresa privata, ha suscitato un crescente interesse negli operatori con l'obiettivo, fra l'altro, di perseguire maggiori livelli di efficienza del servizio con contestuale contenimento della spesa pubblica.

Alla fattispecie inizialmente individuate dalla Legge Quadro sui lavori pubblici se ne sono poi aggiunte altre, ad esempio, le Società miste pubblico-private.

I principali strumenti che, secondo quanto prevede la normativa italiana, possono permettere l'applicazione della finanza di progetto in particolare o comunque forme di cooperazione tra pubblico e privato sono le seguenti:

- a) **Concessione di costruzione e gestione (ex art. 19, comma 2, L. 109/94)** Tale strumento presuppone 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. Il confronto concorrenziale avviene sulla base di apposita procedura di gara avviata dall'amministrazione concedente. L'individuazione del concessionario di costruzione e gestione avviene secondo in criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa.
- b) **Formula del promotore (ex art. 37 bis, L. 109/94 e successive modifiche ed integrazione ex L. 166/02)** Il percorso individuato dalle disposizioni in questione 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 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.
- c) **Società mista (ai sensi dell'artt. 113 e 116 del D.Lgs. 267/00)**  
Gli Enti Locali possono, per la gestione dei servizi pubblici locali, costituire società per azioni a prevalente capitale pubblico locale o

a prevalente capitale privato. In tale ipotesi l'oggetto sociale può comprendere anche la realizzazione delle opere necessarie al corretto svolgimento del servizio. In entrambi i casi la scelta del socio privato deve avvenire in base a procedure di evidenza pubblica.

- d) **Legge obiettivo (443/01)** Contiene la delega al Governo in materia di infrastrutture, in particolare in tema di grandi opere e di ristrutturazioni edilizie. Introduce alcune modifiche alle procedure esistenti prevedendo che per infrastrutture di particolare rilevanza per il paese si possano seguire principi e criteri ad hoc in deroga a quelli stabiliti dalla Legge Quadro sui lavori pubblici quali ad esempio la posizione del “*contractor*”, il ruolo innovativo del CIPE e l'utilizzo alternativo della Conferenza dei servizi.
- e) **Discipline di settore** 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.

La Delibera CIPE n. 121 del 21.12.01 contiene un lungo elenco di infrastrutture ritenute strategiche per lo sviluppo e la modernizzazione del paese e, quindi, da realizzare con priorità. La delibera specifica che, ove possibile, queste opere dovranno essere realizzate con il concorso dei capitali privati, applicando il metodo del *project financing*. Possiamo distinguere cinque settori d'intervento:

- settore trasporti: si prevede la costruzione di nuove strade statali ed autostrade, tratte ferroviarie e metropolitane; si prevede anche l'ampliamento di strutture già esistenti;
- opere idriche: verranno costruiti nuovi invasi per la raccolta delle acque e nuovi acquedotti sia per la fornitura di acqua potabile che per usi irrigui; alcuni vecchi acquedotti verranno ammodernati;
- comparto energetico: verranno realizzate nuove centrali a gas, elettrodotti per addurre energia dall'estero, impianti di rigassificazione del gas liquefatto e verrà potenziata la rete di distribuzione;
- opere di risanamento idro-geologico;
- interventi, ancora da definire, nel settore delle telecomunicazioni.

Secondo la Legge 443/01 la pubblica amministrazione può accollarsi una parte dei costi di realizzazione dell'opera, mentre i promotori debbono reperire presso il sistema bancario i finanziamenti necessari a coprire il rimanente. La Delibera CIPE n. 121 individua le seguenti opere suddivise nei settori sopraelencati.

**Settore trasporti** Autostrade, ferrovie e metropolitane sono evidentemente suscettibili di sfruttamento economico, in quanto gli utenti pagano pedaggi o biglietti per potersene servire. Anzi, queste infrastrutture hanno spesso una redditività elevata, che le rende appetibili per il capitale privato.

Inoltre, la possibilità che la pubblica amministrazione si faccia carico di una parte dei costi consente di applicare il metodo anche ad opere con redditività non molto elevata, che non potrebbero essere realizzate facendo affidamento sui soli ricavi della gestione.

In definitiva, quindi, queste opere possiedono i requisiti necessari per l'applicazione del *project financing*.

Al contrario, le strade statali, che pure in gran numero rientrano nei programmi del governo, non producono nessun reddito e questo esclude che possano essere costruite con il concorso del capitale privato.

I limiti imposti dalla legislazione in vigore impediscono di applicare il *project financing* ai numerosi progetti di ammodernamento ed ampliamento di autostrade e ferrovie già esistenti, cosa che tecnicamente sarebbe pure possibile.

Considerazioni del tutto simili possono farsi per le **opere idriche** e del **settore energetico**: anche queste producono un reddito, quindi - in linea di massima - possono essere realizzate con il concorso di capitali privati. Per il settore energetico si prevede la costruzione di nuove centrali a metano, grandi elettrodotti per importare energia dall'estero ed impianti per riportare allo stato gassoso il gas naturale, che viene liquefatto per il trasporto. La difficoltà maggiore che incontrano gli operatori di questo settore è costituita dall'andamento discontinuo dei prezzi delle materie prime (metano e gas naturale). Per questa ragione, i contratti di somministrazione tra produttore e gestore della distribuzione contengono articolati meccanismi per far sì che il prezzo corrisposto al produttore sia costantemente adeguato all'andamento del prezzo della materia prima.

Tra gli interventi di **risanamento idro-geologico**, si segnalano il risanamento del sottosuolo dell'area urbana di Napoli e la costruzione del sistema Mose per difendere Venezia dal fenomeno dell'acqua alta.

Con tutta evidenza, ci troviamo in presenza di opere che, per la natura stessa degli obiettivi perseguiti, non sono minimamente suscettibili di sfruttamento economico e la possibilità che vengano realizzate in *project financing* è fuori discussione.

*Tratto da [www.cantieritalia.it](http://www.cantieritalia.it), a cura di Roberto Macchioni*

## 7.5 Le condizioni di applicabilità dello strumento

Chiarite le caratteristiche generali dello strumento, anche alla luce del dibattito attualmente in corso, si ritiene opportuno esprimere una valutazione in merito alle effettive opportunità di impiego nel contesto italiano, evidenziandone una serie di possibili limiti e difficoltà.

Un primo limite è legato al rischio di enfatizzare eccessivamente gli aspetti tecnici, legati alla predisposizione di un piano economico-finanziario valido, trascurando invece i fattori sostanziali che permettono e garantiscono la realizzabilità dell'operazione. Il modello finanziario del progetto Eurotunnel era realizzato in maniera ineccepibile, ma non sono stati adeguatamente ponderati gli aspetti relativi a:

- reazioni da parte dei concorrenti, in particolare società di navigazione e compagnie aeree, che hanno effettuato robuste politiche di abbattimento dei prezzi;
- disagio psicologico di parte dei potenziali utenti ad attraversare un tunnel di lunghe dimensioni al di sotto del mare.

Altrettanto aleatorio appare intraprendere iniziative di grosse dimensioni in particolari campi del settore sanitario (ad esempio, centri per chemioterapia) dove il rischio è legato, oltre che alle innovazioni tecnologiche, anche alla particolare delicatezza della situazione psicofisica dei pazienti.

Un secondo limite è legato al fatto che la finanza di progetto, almeno nelle sue caratteristiche pure, sia adeguata per le infrastrutture in grado di generare una remunerazione economica. Per le infrastrutture che non rispondono a questo requisito, è possibile, come visto in precedenza, ricorrere a forme di finanza di progetto spurio, nelle quali cioè l'istituto pubblico garantisce il pagamento di una quota dei costi, confidando nel fatto che l'efficiente gestione del progetto, unita a questa sovvenzione, renda remunerativa anche questa opzione. Il riconoscimento della necessità di un contributo da parte dell'istituto pubblico affinché la gestione possa essere remunerativa introduce possibili controversie sull'adeguatezza del contributo stesso, che gradualmente fanno perdere all'iniziativa i connotati originari. Come parziale attenuazione di questi elementi, vi è la possibilità di individuare una serie di servizi, funzionalmente collegati alle infrastrutture meno remunerative, da affidare in gestione al concessionario per ottenere fonti di ricavo aggiuntive al fine di migliorare la remunerabilità complessiva dell'opera.

Un ulteriore limite è rappresentato dagli elevati costi dell'operazione. Questo non solo perché i finanziatori richiedono che i tassi incorporino una adeguata remunerazione del rischio, ma anche perché le fasi relative alla verifica della fattibilità, alla ricerca di interlocutori adeguati, alla negoziazione e alla stipula di accordi in grado di ripartire i rischi secondo criteri efficienti, all'aggiornamento di quegli accordi nelle varie fasi della vita economica dell'infrastruttura e in generale della gestione dei rapporti tra le parti

non rappresentano certo attività a costo zero; si tratta, fra l'altro, di un costo che, a differenza degli oneri finanziari, non ricade sulla società di progetto, bensì sull'istituto che funge da promotore dell'iniziativa. Sulle conseguenze di questo aspetto, i pareri sono spesso discordanti. Alcuni autori asseriscono che la finanza di progetto sia utilizzabile solo per opere di grandi dimensioni, non inferiori ai 100 miliardi di lire. Questo può essere vero solo in una fase iniziale di introduzione della finanza di progetto in Italia, in cui mancano iniziative confrontabili ed esperienze specifiche. Nel medio periodo, invece, da una lato l'effetto diffusivo interno alle amministrazioni pubbliche, dall'altro le sinergie sviluppate attraverso l'aumento di competenze e di conoscenze in relazione allo strumento giocheranno un ruolo significativo nella "modellizzazione" e semplificazione di queste iniziative, traducendosi, quindi, in un abbattimento dei costi.

Un ultimo ordine di motivazioni che rende problematica, almeno nel breve periodo, una diffusione significativa della finanza di progetto riguarda la cultura degli operatori. Come è chiarito nelle pagine precedenti, lo strumento in questione richiede un atteggiamento orientato alla assunzione di rischi ponderati (ovvero imprenditoriale nel suo senso pieno) e la disponibilità a raffrontarsi in modo costruttivo e paritetico con interlocutori dalla cultura gestionale diversa dalla propria, andando alla ricerca di soluzioni innovative che soddisfino gli interessi di tutti i partecipanti all'iniziativa.

**Figura 7.3 Finanza di progetto**

		<b>Definizione</b>	<b>Vantaggi</b>		
<b>Definizione</b>		Tecnica di finanziamento di investimenti, infrastrutturali e non, da parte di investitori privati che hanno come principale garanzia del rientro delle somme investite, la capacità del progetto di generare nel tempo un adeguato <i>cash flow</i> . Tale <i>cash flow</i> deve essere coerente, anche temporalmente, con il profilo di rimborso e remunerazione prescelti	Finanziamento di opere pubbliche senza gravare sul bilancio degli enti trasferendo gran parte dei rischi al settore privato ma mantenendo il controllo sull'opera e sulla qualità del servizio reso ed assicurando un servizio efficiente ed economicamente più vantaggioso	<b>Vantaggi</b>	
	<b>Svantaggi</b>	Alti costi di allestimento iniziale per analisi e revisioni progettuali, organizzative e finanziarie accurate; un dialogo costante tra tutti gli attori coinvolti ed un conseguente linguaggio comune che comporta spesso negoziazioni lunghe, abilità e pazienza per raggiungere il giusto compromesso tra i diversi obiettivi degli attori coinvolti	L'analisi è estremamente importante per la finanziabilità e la bancabilità del progetto, per cui è necessario analizzare tutte le cause che potrebbero ostacolare la realizzazione dell'opera nei tempi prescritti e che potrebbero mettere in crisi i flussi di cassa attesi, ripartendo equamente i rischi tra tutti gli attori coinvolti nell'operazione, ivi inclusi gli enti pubblici		<b>Rischi</b>
		<b>Svantaggi</b>	<b>Rischi</b>		

## 7.6 Alcune operazioni di finanza di progetto

### Il Comune di Genova

L'amministrazione genovese si è avvalsa della finanza di progetto come strumento di finanziamento di diverse OO.PP.; tra esse ricordiamo:

1. Palasport di Fiumara;
2. Stadio del nuoto;
3. Porto antico;
4. Ristrutturazione del cinema-teatro.

La scelta dell'utilizzo della finanza di progetto è stata dettata dalla necessità di reperire risorse finanziarie finalizzate alla costruzione di OO.PP. altrimenti non realizzabili con il solo contributo della pubblica amministrazione

Un'ulteriore motivazione è da rintracciare nell'esigenza della pubblica amministrazione di garantire non solo la costruzione dell'opera, ma anche la gestione e l'erogazione del servizio, sgravandosi, così, da una serie di costi che altrimenti avrebbero potuto risultare insostenibili.

Tutti i progetti sono stati realizzati ad iniziativa del promotore, il quale, almeno per quanto riguarda le opere già in fase di costruzione, è diventato anche concessionario, poiché tutte le gare sono andate deserte.

La ragione per cui la pubblica amministrazione ha scelto di avvalersi sempre della procedura con promotore risiede nella convinzione che il privato proponente sia particolarmente interessato a presentare progetti validi e a realizzarli in tempi piuttosto contenuti.

Il Comune si è, innanzitutto, interrogato su quali fossero i criteri da adottare per scegliere tra un'eventuale pluralità di proposte, provenienti da diversi promotori, tenuto conto che nessun "avviso", diverso dal programma triennale delle opere pubbliche, era stato pubblicato.

La presenza di un unico promotore ha permesso di non dover affrontare un altro dilemma interpretativo, riguardante le modalità di svolgimento della procedura negoziata, che si pone al termine del procedimento d'individuazione del concessionario. In relazione a tale questione, l'amministrazione ha dichiarato che, come riscontrato nella prassi, avrebbe inteso la trattativa privata come una serie di negoziazioni successive in cui "l'ultimo rilancio" sarebbe spettato al promotore.

Una volta superate le problematiche attinenti alla procedura di scelta dell'aggiudicatario, sono emerse numerose altre questioni relative alla regolazione dei rapporti tra concessionario e pubblica amministrazione.

In particolare l'amministrazione si è concentrata sulle seguenti problematiche:

- asseverazione e rapporto con le banche, soprattutto in tema di garanzie;

- natura dei termini previsti nel procedimento;
- durata della concessione;
- natura del “prezzo” previsto dall’art. 19, comma 2, della Legge Quadro e suo trattamento ai fini fiscali.

In merito al problema dell’asseverazione bancaria, l’amministrazione ha evidenziato un controllo solo formale da parte dell’istituto di credito interessato poiché, non vi è stata da parte di quest’ultimo una rielaborazione dello studio di fattibilità presentato dal promotore.

Un altro problema che l’amministrazione si è trovata ad affrontare è stata la richiesta di garanzie da parte degli istituti di credito finanziatori dell’opera. L’amministrazione, essendo un Ente Locale e come tale non potendo rilasciare garanzie reali<sup>1</sup>, si è trovata costretta (dopo lunga contrattazione) a rilasciare una fideiussione sull’opera da costruire, con il rischio, in caso di mancata realizzazione della stessa, di trovarsi a “pagare due volte”, prima come cofinanziatore e poi come fideiussore.

Ulteriori problemi ha suscitato la durata del contratto di concessione, fissata *ex Legge* (art. 19, c. 2-bis) in un massimo di trent’anni e l’interpretazione da dare al “prezzo” stabilito dall’art. 19, comma 2<sup>2</sup>.

Per quanto attiene al primo aspetto, l’amministrazione concorda con le posizioni assunte in numerose occasioni dal mondo imprenditoriale in merito all’insufficienza di tale termine ai fini del recupero dell’investimento, quanto meno per alcune tipologie di OO.PP.

La stessa, inoltre, si è domandata da quando far decorrere il termine concessorio; in particolare, se quest’ultimo debba comprendere la fase di costruzione dell’opera<sup>3</sup>, ovvero decorrere dall’inizio della gestione<sup>4</sup>. La questione si complica ulteriormente con riferimento a tutte quelle opere che vengono realizzate e rese operative per lotti<sup>5</sup>; in tal caso, infatti, il termine non è più unico, poiché vi saranno tanti collaudi quanti sono i lotti previsti. A tal proposito il Comune ha creduto più rispondente allo spirito della norma far decorrere il contratto dal momento della consegna delle aree, ritenendo che il concessionario debba accollarsi i rischi connessi alla fase di costruzione.

Per quanto riguarda, infine, la definizione della natura del contributo pubblico, l’amministrazione ha ritenuto di poter qualificare come “prezzo” anche il trasferimento di diritti; in particolare, al fine di rendere appetibile la ricostruzione di un cinema-teatro, ha garantito al concessionario la possibilità di realizzare parcheggi coperti beneficiando di un diritto di superficie. Ciò ha consentito:

- in primo luogo di aggirare il limite normativo dei trent’anni, poiché il suddetto diritto, come disciplinato dal c.c., ha una durata novantennale;
- in secondo luogo di garantire al concessionario il recupero dell’investimento per un’opera di per sé non autoremunerativa.

Infine, l’amministrazione si è trovata a dover affrontare il proble-

1. Vedi Legge 142/90.

2. A tal proposito la Legge Merloni stabilisce che il contributo che la pubblica amministrazione può dare alla società di progetto non può superare il 50% dell’importo totale dei lavori.

3. Chi segue questa teoria ritiene che il contratto di concessione decorra dal momento in cui la pubblica amministrazione trasferisce le aree su cui sorgerà l’O.P.

4. In tal caso si riterrà che la decorrenza dei termini si verifichi solo a collaudo avvenuto.

5. Questa prassi, come dimostrano le vicende occorse nella realizzazione dello stadio del nuoto, si è diffusa al fine di rendere più facile al concessionario l’accesso al credito: per ogni lotto reso operativo la pubblica amministrazione, infatti, versa una quota parte degli oneri a suo carico e l’opera stessa comincia a fornire i primi flussi di cassa.

ma del trattamento fiscale del contributo pubblico: ci si è chiesti, infatti, se esso dovesse essere imputato in conto lavori (10%) o in conto gestione (20%), anche ai fini del calcolo dell'Iva.

In merito si è pronunciato il Ministero delle Finanze (ora Ministero dell'Economia)<sup>6</sup>, il quale ha stabilito che esso debba essere considerato come corrisposto in conto gestione ed assoggettato ad Iva del 20%.

Quanto alla possibilità di corrispondere tale prezzo in un'unica rata o in più rate successive, si deve rilevare che l'amministrazione genovese ha riscontrato una forte resistenza da parte degli operatori privati verso l'opzione rateale, pur avendo la pubblica amministrazione offerto di provvedere all'attualizzazione degli importi ancora dovuti.

### **Comune di Como**

Il Consiglio Comunale, con deliberazione n. 133/95 aveva approvato un programma di riqualificazione urbanistica, che prevedeva, tra l'altro, la realizzazione di un tunnel urbano in finanza di progetto dell'importo di £. 100 Mld. (circa 50 Mil. di Euro) che avrebbe dovuto creare una comunicazione diretta fra l'ingresso sulla direttrice nord-ovest ed il centro della città, tutto ciò nell'ambito del "Programma di Riqualificazione Urbana del Borgo Vico". L'obiettivo del tunnel era quello di ridurre la congestione del traffico nella zona centrale della città di Como.

L'idea della realizzazione di questa imponente opera in finanza di progetto<sup>7</sup> è nata ancor prima dell'introduzione delle modifiche apportate alla Legge 109/94, che avrebbero introdotto la figura del promotore (art. 37 bis della Merloni-ter); dunque lo strumento utilizzato è stato quello della Concessione di Costruzione e Gestione nel pieno rispetto della normativa comunitaria<sup>8</sup>.

Il Comune ha proceduto, inizialmente con il creare un'equipe mista pubblico-privato composta da:

- referenti politici;
- consulenti esterni (tecnici, legali, ecc.);
- gruppo di funzionari interni che comprendesse anche il responsabile del procedimento.

Grazie alla collaborazione dei soggetti su indicati, il Comune ha provveduto ad elaborare un preliminare studio di fattibilità, il cui importo (già speso) ammonta a circa £. 1,5 Mld.

Il Comune ha provveduto a preselezionare i concorrenti attraverso una licitazione privata, al fine di individuare il soggetto cui affidare l'appalto per i servizi di progettazione del tunnel. Tale preselezione ha tenuto conto, soprattutto, dei requisiti maturati dai partecipanti nell'ambito di progetti analoghi, più che dei requisiti formali tradizionali (documentazioni e certificazioni). Vista la complessità tecnica e la rilevanza economica dell'opera in questione, si è ritenuto opportuno che i referenti fossero delle ATI (con competenze diversificate, relative tanto alla progettazione tecnica, quanto all'elaborazione di un piano di fattibilità economico-finanziario).

6. Risoluzione n. 161, del 31.10.2000.

7. A tal riguardo si può affermare che, tale strumento risulti essere molto più flessibile di quello che può apparire ad un primo impatto della norma; in effetti non è affatto necessario fissare un "binario" all'interno del quale il progetto debba essere indirizzato e la stessa figura del promotore risulta essere una libera scelta dell'ente concedente. Ciononostante la Merloni-ter pone dei vincoli ineludibili che limitano la libertà d'azione.

8. Benché l'ente si sia mosso prima dell'emanazione della Legge che prevede la procedura con promotore, ha volutamente scelto di applicare la normativa comunitaria in luogo di quella nazionale poiché l'ha ritenuta più congrua e rispondente alle esigenze del caso specifico.

Alla preselezione hanno partecipato otto imprese di cui solo cinque sono state ammesse alla licitazione privata, il cui svolgimento dovrebbe condurre all'individuazione del concessionario.

Purtroppo l'iniziativa del Comune si è arenata in quanto sono sorti una serie di conflitti politici all'interno della stessa amministrazione. La soluzione al problema è stata ricercata anche nel ricorso allo strumento del Referendum consultivo, al quale, purtroppo ha partecipato solo una esigua parte della cittadinanza (20%), che per l'80% ha votato NO alla proposta della costruzione del tunnel<sup>9</sup>. Una scarsa collaborazione è arrivata anche dai sindacati, i quali non si sono mostrati troppo favorevoli alla realizzazione di un'opera che prevedesse il pagamento di una tariffa.

9. A nostro avviso la decisione referendaria è probabilmente stata determinata da una non chiara formulazione del quesito sottoposto a votazione che ha involontariamente appoggiato la volontà politica.

Si rileva, inoltre, che il progetto del tunnel non era, originariamente conforme al P.R.G. in vigore e che, a livello legislativo nazionale, mancava una normativa chiara e uniforme in materia di esproprio.

10. T.U. 267/2000 sull'ordinamento degli Enti Locali.

Attualmente questi ostacoli sono stati entrambi rimossi, dal momento che è stata approvata una variante di P.R.G. e che dal 1 gennaio 2002 entrerà in vigore la nuova normativa in materia di esproprio<sup>10</sup>.

11. Questo avrebbe consentito al concessionario di cominciare a recuperare immediatamente l'investimento, dal momento che la gestione dei parcheggi sarebbe stata concessa già durante il periodo di progettazione e costruzione del tunnel che era stato stimato in circa 3 anni.

L'unica questione che ancora si frappone alla realizzazione della gara attiene alla determinazione del contributo a favore del concessionario ed a carico della pubblica amministrazione

L'ipotesi originaria prevedeva, oltre alla tariffa:

- un contributo a fondo perduto di 7 miliardi di lire;
- la gestione diurna, in esclusiva, di 1500 parcheggi a raso, a tariffa vincolata, da collocare in centro città, per l'intera durata della concessione<sup>11</sup>.

12. L'ammontare della tariffa avrà un peso determinante nella scelta dei concorrenti e influenzerà l'entità del contributo erogato; infatti laddove essa risultasse remunerativa il contributo suddetto potrebbe subire diminuzioni.

L'attuale proposta, al vaglio del Consiglio Comunale, prevede, invece:

- una tariffa<sup>12</sup>;
- un contributo *una-tantum* di 7 miliardi di lire da erogarsi in fase di collaudo;
- una concessione di gestione immediata, a tariffa libera, diurna e notturna, di 600 posti presso un autosilo già esistente.

13. Pur tuttavia, l'ente in questione ritiene di dover indirizzare le future ATI aggiudicatrici nella scelta della figura della Società di Progetto almeno per la fase della gestione, per tutelarsi dal rischio di eventuali fallimenti.

In conformità a quanto previsto dalla legge, il Comune ha indicato in modo non vincolante, all'interno del Bando di Gara, la possibilità per l'ATI di costituirsi in Società di Progetto (art. 37 *quinquies* della Merloni-ter), lasciando, così, alle imprese coinvolte ampia libertà di avvalersi di tale figura<sup>13</sup>.

Nell'ambito della programmazione complessiva, inoltre, è stata prevista la costituzione di un Comitato misto pubblico-privato, che dovrà esercitare un'attività di controllo, affinché venga tutelato l'interesse pubblico.

## Comune di Pontedera

Il Comune di Pontedera si è avvalso della procedura con promotore per la realizzazione di una piscina scoperta, unitamente alla gestione della stessa e del complesso sportivo, comprensivo anche del palazzetto dello sport.

L'unica proposta presentata è stata quella dell'associazione UISP Valdera; valore dell'opera 5 Mld, cui l'amministrazione contribuirà con una somma pari a 2,5 Mld (50%); durata della concessione 30 anni. Pur nel rispetto degli equilibri economico-finanziari dell'investimento, tale durata potrebbe essere sicuramente ridotta, comportando però, in tal caso, una diminuzione dei margini di sicurezza per il promotore.

L'amministrazione ha ritenuto quindi di accettare la durata richiesta con due fondamentali correttivi:

- la durata della concessione diviene un parametro di valutazione importante della gara da indire (tra i criteri di aggiudicazione stabiliti nel bando di gara, la durata della concessione ha un peso massimo di 20 punti, da attribuirsi in modo inversamente proporzionale alla durata della concessione proposta);
- gli eventuali margini consistenti di utili netti saranno oggetto di reinserimento concordato.

Da una prima analisi dei costi unitari delle varie categorie di lavoro appare chiaro all'amministrazione che questi erano più alti dei normali prezzi che la stessa avrebbe ottenuto a seguito delle gare di appalto. Per ovviare in parte a questo aspetto e per garantire l'economicità della costruzione si è ritenuto opportuno elevare la soglia dei lavori da appaltare a terzi ben al di sopra del limite del 30% fissato dalle norme e portarla al 50%<sup>14</sup>.

Nel caso verrà riscontrata una diminuzione del costo delle opere si dovrà ridefinire l'intero piano economico finanziario.

La realizzazione delle opere è stata prevista in 5 anni suddivisa in quattro lotti funzionali. Il tempo massimo previsto per l'avvio della gestione dell'impianto è fissato in due mesi dall'approvazione del certificato di collaudo.

Fra le motivazioni che hanno spinto l'amministrazione a ricorrere alla finanza di progetto, è stata determinante non tanto la necessità di reperire risorse finanziarie (il Comune ha contribuito al 50% e comunque non aveva particolari problemi finanziari) quanto la possibilità per l'ente di "liberarsi" dalla gestione dell'opera pubblica realizzata. In particolare l'utilizzo della finanza di progetto è dovuto soprattutto ad una scelta politica; il Comune, nonostante le tante opere realizzate e portate a compimento, ha sospeso per problemi vari la ristrutturazione del teatro cittadino e questo ha contribuito pesantemente a dare un'immagine negativa dell'attuale amministrazione. Era, pertanto, necessario dotarsi di uno strumento finanziario in grado di garantire tempi certi e sicurezza di compimento dell'opera, considerato il rilevante impatto (esigenza "sentita" da tempo) che la realizzazione della piscina riveste sulle varie associazioni sportive locali e sui cittadini.

14. Sotto questo punto di vista la proposta appare tuttavia accettabile se si tiene conto che le opere verranno eseguite in un arco temporale di cinque anni e quindi subiranno inevitabilmente un incremento dei costi.

I problemi riscontrati dall'amministrazione nella realizzazione dell'opera suddetta sono da ricercarsi soprattutto nelle evidenti difficoltà applicative della normativa vigente in tema di lavori pubblici da parte delle imprese. E' stato, pertanto, necessario dotarsi all'interno dell'ente di competenze professionali in grado di "seguire i lavori" e di dare indicazioni; i referenti "privati" hanno dimostrato, infatti, di avere idee non chiare circa l'iter procedurale da seguire con conseguenti aumenti dei tempi, soprattutto amministrativi<sup>15</sup>. Ai Comuni manca la consapevolezza di tutte le condizioni che dovrebbero pretendere dal privato nelle convenzioni<sup>16</sup>. Inoltre, le stazioni appaltanti trovano difficoltà nel determinare la congruità della bozza presentata dai promotori. Nel caso specifico l'amministrazione nel manifestare interesse alla proposta si è riservata di compiere la valutazione definitiva dopo la presentazione di numerose integrazioni; in particolare, ha ritenuto di prescrivere al promotore, il quale ha accettato, una variazione del piano asseverato che, peraltro, non comporta sostanziali modifiche all'equilibrio economico-finanziario dell'investimento<sup>17</sup>. Nel bando di gara è stato fatto riferimento al nuovo piano concordato. Il promotore ha comunque manifestato, con dichiarazione scritta, di essere disponibile a modificare ed integrare i dispositivi e le pratiche inerenti il progetto e pertanto l'amministrazione, in virtù delle motivazioni espresse nella relazione sulla fattibilità dell'intervento, ha ritenuto di dover modificare la proposta del promotore relativamente ai vari punti evidenziati nella relazione, intendendole come direttive prestazionali da imporre al promotore.

15. L'intervistato ha sottolineato che il suo intervento è stato più volte richiesto in corso d'opera e che, nello specifico, il tempo da lui dedicato in tal senso è stato di tale entità da far riflettere sul fatto che forse una realizzazione diretta dell'opera avrebbe potuto far risparmiare tempo e risorse.

16. In effetti, il contenuto della bozza di convenzione prevista dall'art. 37 bis, il principale documento che regola i diritti e doveri reciproci del concessionario e dell'autorità concedente, non è stato definito dalla legge e il regolamento si è limitato a elencare alcuni principi di carattere generale.

17. Il piano economico-finanziario prevede la scomparsa delle agevolazioni tariffarie già a partire dall'anno 2000 mentre è volontà dell'amministrazione continuare a mantenere tariffe agevolate.

### **Provincia di Catania**

Oggetto dell'operazione è la progettazione, realizzazione e gestione di un impianto di recupero e riciclaggio di materiali provenienti dalla raccolta differenziata.

Con questa operazione si intendeva quindi creare una vera e propria "impresa di termovalorizzazione" che si approvvigionasse di scarti o rifiuti di origine urbana, industriale, commerciale o agricola e che previo trattamento, li convertisse in energia elettrica e basalto, direttamente impiegabili dalle aziende trasformatrici o utilizzatrici di questi materiali.

L'impianto avrebbe realizzato la conversione in sottoprodotti energeticamente sfruttabili, eliminandone al tempo stesso il contenuto inquinante per l'ambiente.

L'impianto avrebbe dovuto servire l'intero territorio della Provincia di Catania, che comprende 800.000 abitanti (vedi tabella 7.1), ed avrebbe avuto la potenzialità ottimale di 260.000 t/anno di RSU. Esso avrebbe occupato una superficie di circa 56.000.000 mq così suddivisa:

- superficie impianto 47.000.000 mq
- superficie viabilità accesso 4.500.000 mq
- superficie rifornimento carburanti 4.500.000 mq

Sarebbero inoltre state necessarie almeno 72 unità operative (di diverse qualifiche), senza tener conto dell'indotto.

**Tabella 7.1**

<b>Bacino di utenza servito dall'impianto</b>	<b>Abitanti (n.)</b>	<b>Distanza dall'impianto (Km)</b>	<b>Rifiuti da smaltire (Kg/giorno)</b>	<b>Rifiuti da smaltire (tonn./anno)</b>
Aci Bonaccorsi	2.193	22	2.193	800
Aci Castello	13.961	17	13.961	5.096
Aci Catena	12.731	20	12.731	4.647
Acireale	48.800	25	48.800	17.812
Aci Sant'Antonio	6.343	22	6.343	2.315
Calatabiano	5.482	54	5.482	2.001
Castiglione di Sicilia	5.049	66	5.049	1.843
Catania	382.692	8	382.692	139.683
Fiumefreddo di Sicilia	7.490	44	7.490	2.734
Giarre	26.084	34	26.084	9.521
Gravina di Catania	23.506	16	23.506	8.580
Linguaglossa	5.320	63	5.320	1.942
Maletto	4.191	60	4.191	1.530
Maniace	2.714	65	2.714	991
Mascali	8.393	40	8.393	3.063
Mascalucia	10.287	18	10.287	3.755
Milo	1.271	47	1.271	464
Piedimonte Etneo	3.819	58	3.819	1.394
Randazzo	10.849	70	10.849	3.960
Riposto	12.554	36	12.554	4.582
S. Giovanni La Punta	13.653	25	13.653	4.983
S. Gregorio di Catania	8.044	22	8.044	2.936
Sant'Agata li Battiati	9.214	16	9.214	3.363
Sant'Alfio	1.756	37	1.756	641
Santa Venerina	6.594	35	6.594	2.407
Tremestieri Etneo	13.494	18	13.494	4.925
Valverde	4.609	20	4.609	1.682
Viagrande	4.812	25	4.812	1.756
Zafferana Etnea	6.348	40	6.348	2.317
Caltagirone	35.720	72	35.720	13.038
Castel di Judica	4.987	55	4.987	1.820
Grammichele	13.231	62	13.231	4.829
Licodia Eubea	2.943	57	2.943	1.075
Mazzarone	3.354	72	3.354	1.224
Militello in Val di CT	10.028	40	10.028	3.660
Mineo	6.240	52	6.240	2.278
Mirabella Imbaccari	7.892	87	7.892	2.881
Palagonia	14.575	37	14.575	5.320
Raddusa	3.518	67	3.518	1.284
Ramacca	9.083	43	9.083	3.315
San Cono	2.960	88	2.960	1.080
S. Michele di Ganzaria	3.825	84	3.825	1.396
Scordia	15.002	30	15.002	5.476
Vizzini	8.601	50	8.601	3.139

Intorno all'idea si è coagulato un fitto tessuto imprenditoriale che si è impegnato a costituire un Associazione Temporanea tra Imprese (ATI), sotto forma di Consorzio, che avrebbe preso il nome di *CO.RE.SI.* (acronimo di Consorzio Regionale Siciliano).

Il consorzio sarebbe stato composto da soggetti aventi competenze in diversi rami di attività industriale, istituti bancari, società finanziarie, società costruttrici e società di produzione impiantistica. Esso sarebbe stato gestito da un consiglio di amministrazione composto da almeno 5 elementi facenti parte dell'ATI con pesi predeterminati in relazione alla partecipazione.

Visto l'interesse manifestato dai privati e tenuto conto delle caratteristiche del progetto e che si tratta di opera pubblica da costruire a cura di un soggetto privato, si è ritenuto di poter utilizzare lo strumento previsto dall'art. 42 ter della Legge Regionale n. 21 del 29.4.1985, inserito nel testo originario dall'art. 21 della Legge Regionale n. 4 dell'8.1.1996, senza alcun costo, quindi, per l'amministrazione appaltante (Provincia Regionale di Catania).

Con la realizzazione dell'iniziativa in oggetto si sarebbe creato un anello di congiunzione tra rifiuti ed utilizzo degli stessi. L'attività del Consorzio avrebbe infatti soddisfatto fundamentalmente tre generi di bisogni:

1. risolvere ai Comuni il problema di dover smaltire i suddetti materiali;
2. assicurare all'azienda stessa la possibilità di vendere materie prime;
3. contribuire alla risoluzione di quel grosso problema ambientale che è l'inquinamento.

Le opportunità che emergono chiaramente e che influivano nel senso della realizzazione del progetto erano:

- la necessità di raggiungere velocemente i risultati ottenuti – in termini di materiali riciclati, di risparmi economici ed ecologici – negli altri Paesi Europei ed Extraeuropei;
- la sempre maggiore difficoltà di reperire siti per l'apertura delle discariche, dovuta alla sempre più ferma opposizione delle popolazioni locali interessate dagli insediamenti, accompagnata dal rapido diffondersi di una coscienza ecologica in tutte le categorie di cittadini;
- l'obbligo dei Comuni di rispettare le percentuali di materiale da riciclare o recuperare poste dal Decreto Ronchi;
- il *know-how* di Cispel e Federambiente, che viene messo a disposizione delle iniziative imprenditoriali nascenti.

La crescita del settore sarebbe stata sostenuta per i primi quattro anni principalmente dalla domanda pubblica, legata sia agli obblighi posti dal Decreto Ronchi, che agli interventi possibili tramite iniziati-

ve ricadenti nell'ambito di applicazione del Pacchetto Treu per i lavori di Pubblica Utilità.

Va rammentato che ulteriore fattore di stimolo era costituito dal passaggio dalla tassa sui rifiuti alla tariffa sullo smaltimento, permettendo di creare meccanismi di incentivazione per i cittadini che maggiormente aderiscono alle campagne di raccolta differenziata e di riciclo dei materiali raccolti.

L'importo globale di progetto, come emerso dallo studio di prefattibilità, era pari a 200 miliardi delle vecchie lire, così suddivise:

**Tabella 7.2**

<b>Descrizione delle spese del programma</b>	<b>Spese dirette (€M)</b>	<b>Spese in leasing (€M)</b>
<b>Progettazione e studi</b>		
Progettazione di massima	1.600	
Progettazione esecutiva	4.500	
Sicurezza 494/96 in progettazione	1.200	
Studi Economico Finanziario, Societario Legale	4.500	
Valutazione impatto ambientale	700	
Direzione Lavori	6.000	
Sicurezza 494/96 in esecuzione	1.200	
Avviamento e Collaudi	500	
Altro	600	
<b>Totale progettazione e studi</b>	<b>20.800</b>	
<b>Suolo aziendale</b>		
Suolo aziendale		
Sistemazione suolo		
Indagini geognostiche		
<b>Totale suolo aziendale</b>		

*segue nella pagina successiva*

Descrizione delle spese del programma	Spese dirette (€M)	Spese in leasing (€M)
<b>Opere murarie e assimilabili</b>		
Capannoni e fabbricati industriali		
Capannoni e fabbricati	5.000	
<b>Totale capannoni e fabbricati industriali</b>	<b>5.000</b>	
Fabbricati civili per uffici e servizi sociali		
Fabbricati civili	500	
<b>Totale fabbricati civili per uffici e servizi sociali</b>	<b>500</b>	
Impianti generali e relativi allacciamenti alle reti esterne		
Riscaldamento		
Condizionamento		
Idrico		
Elettrico		
Fognario		
Metano		
Aria compressa		
Telefonico		
Altri impianti generali		
<b>Totale impianti generali</b>		
Strade, piazzali, recinzioni, ferrovie		
Strade	2.000	
Piazzali		
Recinzioni		
Allacciamenti ferroviari		
Tettoie		
Cabine metano, elettriche, ecc.		
Basamenti per macchinari e impianti		
Altro	5.500	
<b>Totale strade, piazzali, recinzioni, ferrovie, ecc.</b>	<b>7.500</b>	
Opere varie		
<b>Totale opere varie</b>		
<b>Totale opere murarie e assimilabili</b>	<b>13.000</b>	
<b>Macchinari impianti e attrezzature</b>		
Macchinari		
<b>Totale macchinari</b>		
Torce	80.000	
Generatori	65.000	
Quadristica	20.000	
<b>Totale impianti</b>	<b>165.000</b>	
Attrezzature		
<b>Totale attrezzature</b>		
Software		
Brevetti		
<b>Totale software e brevetti</b>		
Imprevisti	1.200	
<b>Totale imprevisti</b>	<b>1.200</b>	
<b>Totale macchinari impianti e attrezzature</b>	<b>166.200</b>	
<b>TOTALE INVESTIMENTO</b>	<b>200.000</b>	

Il progetto prevedeva il ricorso, così come previsto dall'art. 42 ter della Legge Regionale Siciliana n. 21/85, a diverse tipologie di fonti, interne ed esterne, così articolate:

• Autofinanziamento	20.000.000.000
• Leasing quinquennale	40.000.000.000
• Mutuo quindicennale	140.000.000.000
	-----
<b>Totale</b>	<b>200.000.000.000</b>

Trattandosi di un'infrastruttura avente carattere imprenditoriale, si è deciso di fare ricorso allo strumento della finanza di progetto per la realizzazione delle opere previste in progetto, prevedendo una copertura totale a carico dei privati.

A tale scopo i promotori hanno manifestato la propria intenzione di raggrupparsi in ATI e, in data 07.07.1999, hanno presentato alla Provincia Regionale di Catania una proposta di promozione privata di concessione di costruzione e gestione.

La documentazione presentata comprendeva non soltanto lo studio di prefattibilità, corredato da tutti gli allegati tecnici necessari, ma anche la relazione di asseverazione del piano economico-finanziario presentato da due importanti istituti di credito.

Il Consorzio ha iniziato la propria attività il 14.02.2000, in attesa della valutazione della proposta da parte della Provincia.

Le modifiche normative, vale a dire l'abrogazione dell'art. 42 ter da parte della Legge Regionale 32/2000, hanno comportato il ritiro del progetto da parte del Consorzio.

## 8.1 Introduzione

Le analisi di bilancio rappresentano degli utili strumenti a supporto del processo di *decision making* degli amministratori e dirigenti pubblici e consentono di ricavare informazioni fondamentali sulla situazione e struttura finanziaria della pubblica amministrazione esaminata.

Nel condurre tali analisi, che dovrebbero peraltro caratterizzarsi per la semplicità e l'immediata utilità nei processi di gestione ed amministrazione dell'ente pubblico, si possono adottare diverse prospettive. Tali diverse prospettive derivano dal differente punto di vista rispetto al quale, l'analisi di bilancio viene condotta. Nel prosieguo del capitolo, saranno adottate principalmente due prospettive<sup>1</sup>:

- la prospettiva delle controparti finanziarie della pubblica amministrazione ossia istituti di credito ed investitori;
- la prospettiva dei dirigenti e degli amministratori della pubblica amministrazione.

Nell'adottare la prima prospettiva, le analisi di bilancio saranno volte a verificare la capacità di ripagare puntualmente il debito assunto: *rating*. Il *rating* pone la sua attenzione sul grado di rischio di insolvenza da parte della pubblica amministrazione nel ripagare il debito. E' fondamentale ricordare come lo stesso sia fondamentale per verificare la concedibilità dei finanziamenti e per determinare il premio al rischio nell'attività di concessione dei finanziamenti e nelle operazioni di emissione obbligazionaria, vedi cap. 3, cartolarizzazione, vedi cap. 5. Di contro, esaminando il bilancio dal punto di vista degli amministratori, le informazioni che saranno messe in rilievo saranno quelle della capacità residua di indebitamento o quelle che permettono di ottimizzare la gestione finanziaria e supportare meglio la realizzazione delle finalità istituzionali dell'ente pubblico. Tale analisi consentirà ai dirigenti di prendere le più opportune decisioni in merito ai programmi, ai budget, agli investimenti e più in generale alla gestione finanziaria.

L'analisi di bilancio, rappresenta per la pubblica amministrazione

1. Le prospettive possono essere generalmente divise in esterne ed interne a seconda che il punto di vista assunto sia esterno o meno all'azienda oggetto dell'analisi. Nel primo caso, l'analisi può poi assumere interesse per diversi soggetti quali creditori, appaltatori, elettori, analisti politici, ecc. Le prospettive esterne sono generalmente dominate da un interesse particolare che concerne le modalità con le quali l'ente pubblico influisce sull'azione di particolari gruppi ed individui.

un'attività fondamentale e critica che sicuramente contribuisce all'identificazione dei problemi finanziari ed al miglioramento della gestione aziendale.

## 8.2 Il *rating* nelle amministrazioni pubbliche

Il *rating*<sup>2</sup> rappresenta una valutazione della capacità e della volontà dell'azienda di rimborsare il suo debito finanziario con puntualità alla scadenza prevista<sup>3</sup>. Il *rating* è uno strumento sintetico ed informativo di misurazione del grado di rischio associato all'investimento. Ogni volta che ci concede credito si opera una valutazione di *rating* implicita o esplicita che sia.

Per estensione, il *rating* fornisce un'informazione regolarmente aggiornata sulla solvibilità degli enti in qualità di prenditori di fondi. In tale concezione del *rating*, è inclusa pertanto una certa stima della probabilità di insolvenza della pubblica amministrazione sottoposta ad esame. Naturalmente è possibile anche una valutazione su una singola operazione finanziaria (emissione obbligazionaria, cartolarizzazione, ecc.), come avviene solitamente negli Stati Uniti, ma anche nel nostro Paese. Il *rating* rappresenta uno strumento riconosciuto nei mercati finanziari che consente alle diverse pubbliche amministrazioni di diffondere il loro specifico merito di credito ed informazioni sulla loro situazione finanziaria, grazie ad un semplice codice alfanumerico o alfabetico, espressione della loro qualità creditizia (vedi tabella 8.1).

2. Il termine deriva dall'inglese *to rate*, ossia valutare.

3. Si veda ad esempio il sito [www.standardandpoors.com/ratings](http://www.standardandpoors.com/ratings).

**Tabella 8.1**

Standard & Poor's	Moody's	Grado di solvibilità
<b>AAA</b>	<b>Aaa</b>	Capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale estremamente elevata
<b>AA+</b>	<b>Aa1</b>	Capacità molto alta di onorare il pagamento degli interessi e del capitale Differisce solo marginalmente da quella delle emissioni categoria precedente
<b>AA</b>	<b>Aa2</b>	
<b>AA-</b>	<b>Aa3</b>	
<b>A+</b>	<b>A1</b>	Forte capacità di pagamento degli interessi e del capitale ma una certa sensibilità agli effetti sfavorevoli di cambiamento di circostanze o al mutamento delle condizioni economiche
<b>A</b>	<b>A2</b>	
<b>A-</b>	<b>A3</b>	
<b>BBB+</b>	<b>Baa1</b>	Capacità ancora sufficiente di pagamento degli interessi e del capitale Tuttavia, la presenza di condizioni economiche sfavorevoli o una modifica delle circostanze potrebbero alterare in misura maggiore la capacità di onorare normalmente il debito
<b>BBB</b>	<b>Baa2</b>	
<b>BBB-</b>	<b>Baa3</b>	
<b>BB+</b>	<b>Ba1</b>	Nell'immediato, minore vulnerabilità al rischio di insolvenza di altre emissioni speculative, tuttavia grande incertezza ed esposizione ad avverse condizioni economiche finanziarie e settoriali
<b>BB</b>	<b>Ba2</b>	
<b>BB-</b>	<b>Ba3</b>	
<b>B+</b>	<b>B1</b>	Maggiore vulnerabilità ad avverse condizioni economiche, finanziarie e settoriali ma capacità nel presente di far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie
<b>B</b>	<b>B2</b>	
<b>B-</b>	<b>B3</b>	
<b>CCC</b>	<b>Caa</b>	Al presente vulnerabilità e dipendenza da favorevoli condizioni economiche, finanziarie e settoriali per far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie
<b>CC</b>	<b>Ca</b>	Al presente, estrema vulnerabilità
<b>C</b>	<b>C</b>	E' stata inoltrata un'istanza di fallimento o procedura analoga, ma i pagamenti e gli impegni finanziari sono mantenuti
<b>D</b>		Mancato pagamento relativo ad alcuni finanziamenti od alla loro totalità nei tempi previsti dai termini contrattuali

4. Il *rating* consente, infatti, una negoziazione più favorevole dei mutui bancari e dei prestiti obbligazionari.

5. L'analisi che porta al *rating* si conclude infatti con la valutazione del grado di affidabilità dell'economia del territorio e dei relativi potenziali infrastrutturali, del mercato del lavoro, ecc.

Congiuntamente a tale ruolo, il *rating* nel corso del tempo ha acquisito per le pubbliche amministrazioni anche un'altra funzione, ossia quella di strumento (grazie agli articoli ed ai comunicati stampa pubblicati e realizzati in ogni parte del mondo) atto ad ampliare la visibilità di un Ente Locale o di una Regione ad un pubblico più vasto di quello del contesto geografico ed istituzionale di riferimento. Per tale motivo le funzioni associate al *rating* al momento attuale sono:

- valutazione del merito di credito per raccogliere capitali<sup>4</sup>;
- mezzo di attrazione degli investimenti esteri<sup>5</sup>;

- mezzo di comunicazione e marketing<sup>6</sup>.

Nell'ambito della nostra analisi, il *rating* viene esaminato solo come strumento a cui è associata la prima funzione. Nel caso in questione poi, sebbene il *rating* possa essere utilizzato qualora una pubblica amministrazione decida di emettere un prestito sul mercato sia italiano che internazionale, qui assume valore solo, il cosiddetto "*rating* di controparte" che non è legato ad alcuna emissione specifica e che fornisce di contro una valutazione globale della solvibilità dell'ente pubblico.

Il giudizio di *rating* è fondato oltre che sull'analisi di bilancio, sull'economia, sull'organizzazione, sull'efficienza e sulle condizioni attuali e prospettiche della pubblica amministrazione esaminata. Molte delle informazioni necessarie per elaborare il giudizio di *rating* sono nella maggior parte dei casi note e disponibili, altre, invece si richiede che siano forniti direttamente dalla pubblica amministrazione o raccolti dall'agenzia di *rating*<sup>7</sup>. Per tal motivo il *rating* è un processo che consta di diverse fasi e in cui intervengono diversi attori che dialogano tra loro e l'azienda in questione per far emergere le informazioni necessarie al fine di dare un merito di credito dell'ente, così come richiesto nell'ottica del mercato dei capitali. La procedura di assegnazione del *rating*, risulta dunque piuttosto articolata e laboriosa poiché presentando una valenza strategica per l'azienda emittente, deve essere il più possibile oggettiva e ponderata. Presupposto fondamentale per far sì che il giudizio di *rating* rifletta la realtà della pubblica amministrazione è che tra quest'ultima e l'agenzia di *rating* si instauri un rapporto di collaborazione, dovendo la prima fornire tutte le informazioni e la documentazione necessaria.

E' possibile schematizzare il processo di ottenimento del *rating* in otto differenti fasi (vedi figura 8.1).

- **Richiesta del *rating* o contatto** E' la fase che dà avvio al processo. Essa inizia con il ricevimento da parte dell'agenzia di *rating* della richiesta di *rating* della pubblica amministrazione e si sviluppa nell'elaborazione e progettazione di uno schema di analisi delle principali variabili influenzanti il merito di credito dell'azienda. In questa fase l'agenzia di *rating* elenca anche i documenti necessari all'analisi (libri contabili, statistiche ufficiali, ecc.) e trasmette al richiedente il tutto.
- **Preparazione delle riunioni** Rappresenta la prima fase di studio da parte dell'agenzia di *rating*, in cui sono analizzati i diversi documenti della pubblica amministrazione (conti consuntivi, bilanci di previsione e conti delle aziende detenute) nonché dell'ambiente economico e sociale di riferimento (struttura demografica ed economica). In questa fase, vengono inoltre precisati gli argomenti di approfondimento delle riunioni con l'azienda in questione. E' opportuno precisare che l'agenzia di *rating* ottiene le informazioni necessarie dall'ente o da altre fonti considerate attendibili, senza tuttavia verificarne l'autenticità delle stesse (*audit*).

6. Il *rating* può essere visto come strumento per aumentare la trasparenza delle informazioni in merito alla gestione delle entrate e delle spese da parte della pubblica amministrazione, consentendo inoltre di rendere visibili sui mercati finanziari gli stessi enti.

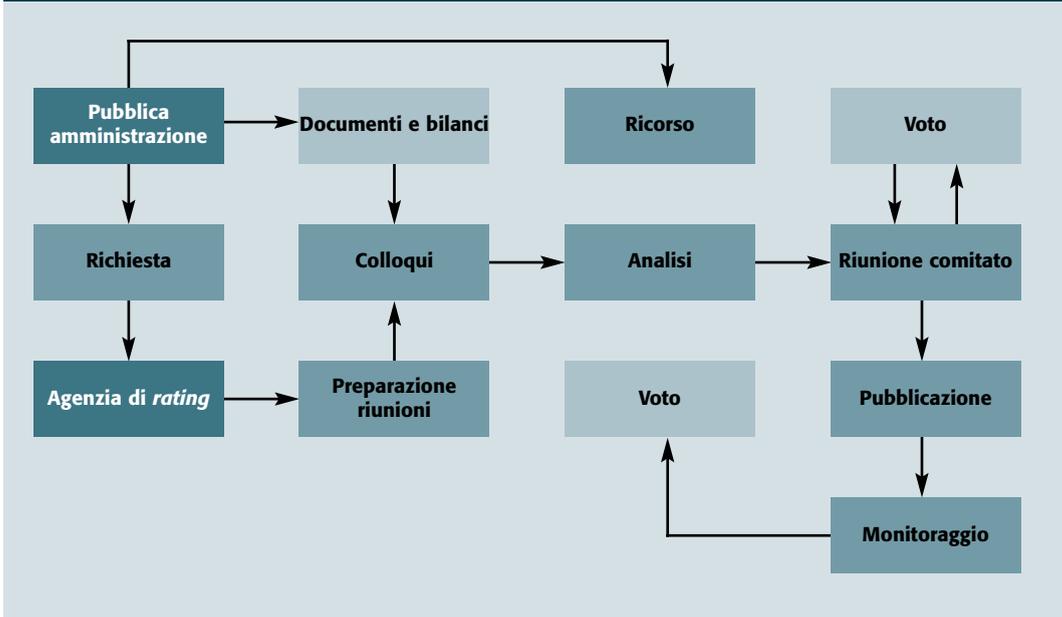
7. Il processo di *rating* viene svolto da agenzie indipendenti quali Moody's Investor Service, Standard & Poor's Corporation, IBCA, Fitch Investor e società minori quali Italrating.

- **Colloqui** Si svolgono presso la sede della pubblica amministrazione, nel corso di alcuni giorni, coinvolgendo da una parte gli analisti dell'agenzia di *rating*, e dall'altra i responsabili della gestione finanziaria ed i funzionari apicali della pubblica amministrazione. Nel corso dei colloqui sono previsti anche incontri con gli organi di governo della pubblica amministrazione al fine di chiarire le principali scelte economiche dell'ente pubblico e di strategia finanziaria. Gli incontri hanno pertanto sia carattere tecnico sia carattere politico. Questa è una fase molto importante con la quale l'agenzia mira a conoscere il valore del *management*, le strategie ed altri aspetti di natura qualitativa che rivestono grande importanza per giungere al *rating* definitivo.
- **Analisi** Rappresenta la fase centrale del processo di *rating*. Conclusi, infatti, gli incontri con l'ente pubblico, gli analisti dell'agenzia di *rating* elaborano uno studio approfondito di *rating* tenendo conto di tutti gli elementi informativi raccolti nelle precedenti fasi (finanziari, economici, amministrativi e politici). Si procede pertanto ad un confronto con altre Aziende simili, si analizzano i piani di investimento, le eventuali alternative di finanziamento ed altri fattori che possano avere un impatto sul *rating*. La fase di analisi si conclude con la redazione di un rapporto interno<sup>8</sup> e confidenziale che gli analisti presentano nella successiva fase ai membri del comitato di *rating* dell'agenzia.
- **Riunione del comitato di *rating*** E' la fase in cui il comitato di *rating*<sup>9</sup> dell'agenzia discute del rapporto presentato e del *rating* proposto. La riunione ha la sua conclusione con il voto del comitato, che decide sull'effettivo merito di credito da assegnare alla pubblica amministrazione richiedente.
- **Ricorso** E' l'unica fase del processo che può non essere effettuata nel caso in cui l'ente richiedente sia d'accordo con il giudizio di merito assegnato. Nel caso contrario, la pubblica amministrazione può fare ricorso, presentando nuovi elementi, in modo da ottenere una seconda delibera da parte del comitato ed un eventuale nuovo *rating* da parte dell'agenzia.
- **Pubblicazione del *rating*** Successivamente alla decisione del comitato, il giudizio di merito di credito, viene trasmesso alla pubblica amministrazione, accompagnato dalla spiegazione delle motivazioni che hanno condotto a tale valutazione. A tal punto, l'ente pubblico, può decidere o meno di pubblicare il *rating*. Nel caso di decisione positiva, l'agenzia di *rating*, prepara un comunicato stampa di presentazione delle motivazioni del *rating*, pubblicato nei principali quotidiani economici e presentato alle varie agenzie di informazione.

8. Il rapporto solitamente comprende notizie sull'eventuale emissione dell'amministrazione pubblica, una valutazione del *management* e delle politiche strategiche e finanziarie seguite, la definizione del settore di appartenenza e delle caratteristiche dell'ambiente di riferimento, i piani finanziari ed economici ed infine una proposta di *rating*.

9. Solitamente il comitato di *rating* è composto dagli analisti che hanno svolto la visita presso la pubblica amministrazione, occupandosi dell'analisi dei loro bilanci e da altri analisti del dipartimento Stati Sovrani o Autorità Locali.

Figura 8.1



- **Monitoraggio** Una volta pubblicato il *rating* l'agenzia si impegna ad informare gli investitori di qualsiasi modifica intervenuta nel merito di credito dell'azienda e per tal motivo, effettua un monitoraggio costante presso la stessa in modo da aggiornare dati strategici e finanziari. Il *rating*, infatti, non è un indicatore statico. L'agenzia è sempre pronta ad attuare una nuova analisi quando subentrino eventi tali da poter modificare il *rating* assegnato. L'ulteriore analisi dell'agenzia si conclude con un giudizio di *rating* che può essere di *upgrading* (aumento del *rating* assegnato), *downgrading* (diminuzione del *rating* assegnato), *stable rating* (invarianza di giudizio).

E' bene far notare come l'analisi dei criteri e delle metodologie utilizzate dalle agenzie di *rating* nella valutazione del merito di credito delle diverse pubbliche amministrazioni è resa difficile dalla relativa segretezza dei procedimenti adottati. Le agenzie, infatti, non diffondono i loro parametri e criteri di giudizio per evitare che le aziende possano correggere la propria situazione economico-finanziaria al fine di ottenere un *rating* migliore e per questioni di concorrenza con altre agenzie di *rating*.

### Elementi alla base del giudizio di *rating*

Le diverse agenzie di *rating* al fine di formare un giudizio sul merito di credito delle diverse amministrazioni pubbliche oggetto dei loro servizi esaminano diversi documenti e raccolgono diverse informazioni sulle stesse.

Generalmente è possibile però suddividere tali informazioni in classi fondamentali che, in relazione ai criteri di giudizio, concorrono a formare e determinare il *rating* delle pubbliche amministrazioni. Tali classi di informazioni sono elencate e disaggregate nella tabella 8.2.

Tra le diverse macroclassi individuate quelle che rivestono particolare importanza per l'agenzia di *rating* sono costituite dall'organizzazione politica ed amministrativa, dalla situazione economica e dai risultati di bilancio e di struttura finanziaria. All'interno di tali macroclassi l'analisi previsionale delle finanze e delle entrate è un elemento estremamente importante per valutare la qualità creditizia dell'ente, nel medio e lungo termine.

Nella tabella, sono stati riportati inoltre i principali indici utilizzati per la valutazione intrinseca e per i raffronti tra pubbliche amministrazioni di differenti Paesi. Infatti, l'ambito di paragone posto a riferimento del *rating*, non è solo quello del paese di riferimento, ma quello internazionale, considerato che lo scopo del giudizio sul merito di credito è anche quello di fornire basi di riferimento omogenee ai prestatori di fondi internazionali.

In molti casi infatti la metodologia analitica è la stessa e viene applicata in Paesi differenti con specificità e peculiarità che in molti casi influiscono sul giudizio di merito di credito. L'approccio adottato dalle agenzie, prende comunque in considerazione le caratteristiche distintive delle diverse pubbliche amministrazioni e dei Paesi cui appartengono, specialmente quelle relative agli accordi istituzionali ed all'ambiente macroeconomico.

In generale i principali criteri di analisi utilizzati nel decidere il *rating* dell'azienda sono<sup>10</sup>:

- situazione demografica ed economica;
- organizzazione amministrativa (priorità politiche e gestionali);
- flessibilità finanziaria e situazione di bilancio;
- livello e composizione dell'indebitamento;
- passività fuori bilancio;
- comparazione con altre municipalità similari del Paese e dei Paesi Europei.

La base economica, la crescita e la differenziazione di un'economia sono alcuni dei fattori più critici nella determinazione del *rating*. La salute fiscale è, infatti, strettamente correlata alla prosperità economica in quasi tutti i casi. Molte fonti tributarie sono inoltre influenzati in misura determinante dai modelli di crescita economica, per tal motivo si capisce l'importanza di tale criterio nell'ambito del giudizio del merito di credito. Occorre pertanto tenere sotto controllo fattori quali le caratteristiche della forza lavoro, il tasso di occupazione, il livello di reddito e di prodotto interno lordo pro-capite, in modo da determinare la stabilità dell'economia dell'ambiente di riferimento dell'ente pubblico sottoposta a *rating*.

Uno degli obiettivi di questa analisi deve essere la valutazione della concentrazione dell'occupazione nei diversi settori o società pre-

10. Si veda per un approfondimento: Eddy J., Rating regional and local governments, tratto da Standard & Poor's Global Ratings Criteria: Latin America, pubblicato su [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

**Tabella 8.2**

Fonte	Macroclasse	Classe di informazione	Principali indicatori e informazioni
<b>Esterna</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• leggi</li> <li>• documenti</li> <li>• indagini</li> <li>• statistiche</li> </ul>	Quadro istituzionale	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sistema dei trasferimenti autonomia impositiva</li> <li>• responsabilità per i servizi pubblici erogati</li> <li>• capacità di indebitamento</li> <li>• caratteristiche demografiche</li> <li>• infrastrutture</li> <li>• sviluppo e prospettive di crescita dell'economia locale</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Prodotto interno lordo e distribuzione per settore</li> <li>• reddito medio pro-capite e livello occupazione</li> <li>• distribuzione popolazione per classi di età e sesso</li> <li>• dati storici e previsioni</li> <li>• adeguatezza infrastrutture</li> <li>• trend trasferimenti e autonomia</li> </ul>
<b>Interna</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• leggi</li> <li>• documenti</li> <li>• organigrammi</li> </ul>	Sistema amministrativo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Informazioni generali</li> <li>• attività svolte e servizi erogati</li> <li>• struttura organizzativa</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Posizionamento geografico;</li> <li>• organigrammi</li> <li>• servizi erogati da ente e controllate e controlli</li> <li>• dipendenti, rapporti tra gli organi, e struttura politica</li> <li>• processo decisionale</li> </ul>
<b>Interna</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• documenti</li> <li>• bilanci</li> <li>• relazioni,</li> <li>• piano economico generale e piani strategici</li> </ul>	Dati economico-finanziari	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bilanci consuntivi e di previsione</li> <li>• bilanci pluriennali ed altri dati</li> <li>• analisi dei criteri di redazione e preparazione bilanci</li> <li>• analisi della capacità di gestione del debito e delle politiche finanziarie dell'ente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Entrate e spese correnti risultato corrente</li> <li>• crescita delle entrate e spese correnti e flessibilità fiscale</li> <li>• principali investimenti e settori di spesa</li> <li>• politiche di gestione di cassa</li> <li>• trasferimenti ed entrate in conto capitale</li> <li>• debito diretto e consolidato onere del debito, debiti fuori bilancio e garanzie concesse</li> <li>• situazione di tesoreria flussi di cassa, ecc.</li> </ul>
<b>Interna</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• incontri</li> </ul>	Risorse umane	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capacità di gestione del personale</li> <li>• sistemi di formazione ed incentivazione</li> <li>• grado di stabilità degli amministratori e dirigenti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Organigrammi</li> <li>• leggi o regolamenti di contabilità</li> <li>• composizione giunta e consiglio</li> <li>• rapporti tra governo centrale ed altri enti</li> </ul>
<b>Interna</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• documenti</li> </ul>	Informazioni sulle aree di rischio	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Operazioni a carattere straordinario di riorganizzazioni o ristrutturazione</li> <li>• cause o contestazioni legali pendenti</li> <li>• fattori accidentali di vulnerabilità</li> </ul>	

senti sul territorio, in modo da valutare la prospettive e la salute di tali settori e società. Dipendere da pochi settori o prodotti, implica, infatti, una grande vulnerabilità dell'economia ai cicli ed alle posizioni di competitività. Particolare attenzione deve essere poi dedicata alla prosperità economica, intesa come reddito pro-capite e come distribuzione dei redditi ed alle prospettive di crescita.

Congiuntamente alla base economica, le dimensioni assolute, la densità, il tasso di crescita e la distribuzione per classi di età sono valutate in ragione della capacità di influenzare la futura crescita delle entrate e la domanda di servizi pubblici (ad esempio se una regione ha una popolazione anziana, avrà una maggiore spesa sanitaria e questa influirà sul bilancio regionale). Una crescita della popolazione di persone in età lavorativa, dovuta ad una significativa immigrazione o ad un alto tasso di natalità, può essere considerata positiva.

Il *rating* prende poi in considerazione anche la stabilità del sistema amministrativo e l'articolazione. Il sistema di finanziamento è uno degli elementi fondamentali del sistema che influisce sulla flessibilità finanziaria e sulle entrate dell'ente pubblico. Per tale ragione i trasferimenti sono esaminati in termini di dimensione, di *trend* e di possibilità di adattamento a nuovi bisogni ed esigenze che possono sorgere nel corso del tempo (vedi tabella 8.3). E' importante poi considerare il tipo di trasferimento e la possibile presenza di perequazione fiscale. L'affidamento della responsabilità di offerta di un servizio o bene è un altro dei fattori che incidono sul *rating*, determinando pressioni sulla spesa. In questa macroclasse rientrano poi le relazioni tra i diversi livelli ed il sistema di soddisfacimento dei bisogni.

**Tabella 8.3**

	2003	2002	2001	2000	1999	1998
<b>Popolazione</b>						
<b>Entrate correnti</b>						
<b>Crescita entrate correnti</b>						
<b>Margine corrente/entrate correnti</b>						
<b>Spese in c/capitale/spese totali</b>						
<b>Deficit prima del servizio del debito in % delle entrate totali</b>						
<b>Fabbisogno di finanziamento dopo il servizio del debito in % delle entrate totali</b>						
<b>Debito diretto</b>						
<b>Debito diretto/entrate correnti</b>						
<b>Servizio del debito<sup>11</sup>/entrate correnti</b>						

11. Il servizio del debito si intende al netto dei contributi statali per l'ammortamento dei mutui.

bilancio, oltre alla considerazione del tipo di autonomia finanziaria di cui dispone l'ente pubblico, vengono solitamente esaminati i meccanismi espliciti per fronteggiare eventuali pressioni finanziarie e l'andamento delle entrate proprie. Il focus è poi spostato sulle spese, ovvero sulla parte delle stesse che può essere considerata come poco flessibile nel breve periodo (spese per il personale e per il servizio del debito) e sulla dimensione rispetto alle entrate. All'interno delle spese è dedicata particolare attenzione ai prestiti, alla sensibilità ai tassi di interesse ed alla necessità o meno di autorizzazioni e di leggi che fissino dei limiti. La valutazione delle spese deve porre in rilievo la parte di spese flessibili, i programmi di spesa e la tendenza nelle spese (vedi tabella 8.4).

**Tabella 8.4**

<b>Rendiconti di competenza</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>Rendiconti di cassa</b>	<b>2003</b>	<b>2002</b>	<b>2001</b>	<b>2000</b>	<b>1999</b>
Entrate correnti						Entrate correnti					
Spese correnti						Spese correnti					
Margine corrente						Margine corrente					
% entrate correnti						% entrate correnti					
Spese in c/capitale						Spese in c/capitale					
Entrate in c/capitale						Entrate in c/capitale					
Surplus (deficit) prima delle quote capitali						Surplus (deficit) prima delle quote capitali					
% del totale delle entrate						% del totale delle entrate					
Rimborso quote capitali di mutui e prestiti						Rimborso netto anticipazioni di cassa					
Fabbisogno di finanziamento						Rimborso quote capitali					
% del totale entrate						Fabbisogno di finanziamento					
Accensione prestiti e mutui						% del totale entrate					
Risultato di competenza						Accensione di mutui e prestiti					
% del totale entrate						Flusso netto di liquidità					

Un altro criterio alla base della decisione sul *rating* da attribuire è determinato dal livello di liquidità dell'azienda, dalle politiche di investimento e dalla stagionalità delle entrate. Le riserve medie e minime e il bilancio di cassa relativo alle spese totali ed al servizio del debito sono importanti per l'analisi. Una posizione troppo sbilanciata sul debito a breve scadenza o sui debiti con un profilo di maturità irregolare può determinare infatti significativi rischi in assenza di opzioni di ri-finanziamento. Il *cash management* ed il suo coordinamento con i prestiti a lungo termine spesso riflettono una capacità di pianificare e controllare il bilancio che altre pubbliche amministrazioni potrebbero non possedere. Inoltre, la scelta sul livello di riserve da mantenere riflette la prudenza delle linee guida riguardanti l'investimento e l'esposizione al rischio del mercato.

L'analisi pone successivamente la sua attenzione sulla performance di bilancio e sulla grandezza delle variazioni tra previsioni e dati finali, in modo da testare l'adeguatezza delle tecniche di previsione e controllo e le capacità del management.

Infine vengono esaminate eventuali passività fuori bilancio che influiscono in maniera determinante sul *rating* e viene operato un confronto con altre pubbliche amministrazioni simili per dimensioni o caratteristiche.

### **Il rating nella pubblica amministrazione italiana**

Di pari passo con il procedere del decentramento amministrativo e con l'aumento dell'autonomia finanziaria, le pubbliche amministrazioni italiane, hanno cominciato a far ricorso maggiormente allo strumento del *rating*, quale mezzo per accedere ai mercati finanziari internazionali.

È naturale infatti, che aumentando l'autonomia finanziaria dei diversi livelli di pubblica amministrazione, e venendo meno, la garanzia del ripiano dei debiti da parte dello stato centrale, le pubbliche amministrazioni devono trovare altri strumenti oltre quello della delegazione<sup>12</sup> di pagamento per garantire i prestatori di fondi. Le pubbliche amministrazioni, hanno perciò sperimentato negli ultimi anni forme alternative di finanziamento, tra cui fondi immobiliari con apporto pubblico (vedi cap. 6), cartolarizzazione (vedi cap. 5), leasing finanziario ed emissione di prestiti obbligazionari (vedi cap. 3). Parallelamente a questa sperimentazione di nuovi strumenti, è sorta la necessità per le pubbliche amministrazioni di comunicare al mondo finanziario attività e il valore della propria gestione finanziaria.

In tal senso, le agenzie di *rating*, concentrano la propria analisi sempre più sulla capacità delle diverse pubbliche amministrazioni di sostituire le entrate da trasferimenti, rigide ma prevedibili, con le fonti di finanziamento proprie, ossia le entrate tributarie ed extra-tributarie, che sono molto più sensibili alle variazioni economiche ed a molteplici fattori.

Oggi il numero delle Regioni e degli Enti Locali che ricorrono al *rating* per entrate nei mercati finanziari è certamente aumentato<sup>13</sup>. Dal 1996<sup>14</sup>, anno in cui ha fatto comparsa nel contesto italiano il *rating*, ad ottobre 2002 si contano ben 49 Enti Locali e Regioni che sono ricorsi a

12. A fronte dell'indebitamento il creditore è coperto da tale titolo giuridico con il quale l'ente dà mandato irrevocabile al proprio tesoriere di provvedere al pagamento delle rate dei mutui (comprensive di capitale ed interessi) alle scadenze previste dai piani di ammortamento, facendo riferimento alle entrate di cui ai primi tre titoli del bilancio.

13. L'Italia rappresenta il Paese Europeo con il maggior numero di enti territoriali dotati di *rating*. Seguono poi Francia e Spagna con 27 *rating* e Germania con 21 *rating*.

14. Nel 1996 si sono sottoposti a *rating* i Comuni di Bologna, Milano e Napoli. Sempre nello stesso anno ha ricevuto il proprio *rating* la Regione Piemonte.

tale strumento. Si veda la seguente tabella.

**Tabella 8.5 Il rating nelle pubbliche amministrazioni italiane fonte Fitch 26.11.2002**

Regioni	Fitch	S & P	Moody's	Comuni	Fitch	S & P	Moody's
Abruzzo		A pos	Aa3	Ancona		A	
Emilia Romagna		AA		Bologna		AA	
Friuli Venezia Giulia		AA		Brescia	AA-		
Lazio	A+neg	A+neg	Aa3 neg	Firenze		AA	Aa2
Liguria			Aa3	Genova		A+	
Lombardia	AA	AA+	Aa1	Jesi		BBB pos	
Marche		AA-	Aa3	L'Aquila			A1
Piemonte	AA-			La Spezia			A1
Puglia			A2	Lucca		A	
Sardegna			A1	Milano		AA	
Sicilia	A-		A1 neg	Napoli		BBB+	Aa3
Toscana		AA	Aa3	Palermo			Aa3
Umbria		AA-	Aa3	Roma	AA- neg	AA-	
Valle d'Aosta		AA		Siena	AA-		
Veneto			Aa2	Torino		AA- neg	

Province	Fitch	S & P	Moody's
Ancona		A- pos	
Bologna		A+	
Genova			Aa3
Milano			Aa3
Napoli			Aa3
Palermo			A1
Ravenna	A+		
Rimini			Aa3
Roma		A+	
Trento	AA+		Aa1
Treviso	AA-		Aa3
Varese	AA-		
Vicenza		A+	
Venezia	AA-		
Udine	AA-		

Trento		AA-	
Trieste	AA-		
Venezia		AA	Aa2
Verona	AA-		
Udine		AA-	

### 8.3 Gli indicatori nell'analisi di bilancio

15. Bubbio A., Il sistema degli indici di bilancio e i flussi finanziari, Edizioni Unicopli, 1984.

16. Si veda Mazzoleni M., analisi di bilancio tramite un sistema di indici, ente pubblico, n. 2, 1989. In tale articolo l'autore fornisce una griglia di indicatori costruiti sui dati dei documenti contabili di previsione e consuntivazione, che sono stati poi ripresi e sviluppati da altri autori.

17. Si veda Farneti G., Mazzara L., Savioli G., *Il sistema degli indicatori negli Enti Locali*, 1995 i quali hanno delineato la metodologia di analisi dell'azione amministrativa tramite indici, Bellesia M., *Enti Locali. Analisi di bilancio*, che offre un punto di vista operativo per la misurazione finanziaria dei risultati gestionali, Mulazzani M., *gli indicatori per il controllo di gestione degli Enti Locali*, in Farneti G., *Il controllo economico nell'Ente Locale, e D'Atri A., Le analisi di bilancio negli Enti Locali: il caso della Provincia di Asti, ente pubblico*, n. 2, 1995.

18. Si veda Ziruolo A., *Strumenti e logiche di controllo dell'ente locale*. I risultati patrimoniali, in *Azienditalia i corsi*, n. 5, Ipsoa Milano, 1999 e Mazzara L., *Strumenti e logiche di controllo dell'Ente Locale. I risultati economici*, in *Azienditalia i Corsi*, n. 6, Ipsa, Milano, 1999.

19. In ogni modo è bene far notare che spesso ci si riferisce a quozienti simili ma denominati nello stesso modo o di contro al medesimo appellativo per quozienti costruiti in modo diverso.

Gli indicatori sono lo strumento principale tramite cui è possibile descrivere in maniera sintetica la situazione finanziaria di una azienda. Spesso i documenti contabili delle pubbliche amministrazioni presentano una difficoltosa leggibilità e sono così complessi che per dirigenti e amministratori delle pubbliche amministrazioni diviene estremamente complesso ricavare le informazioni di maggiore interesse al fine di procedere alle decisioni ed occorre pertanto ricorrere a strumenti che sintetizzino in pochi numeri i dati più interessanti della struttura, della situazione e della gestione finanziaria, strumenti in grado di supportare il governo dell'azienda con maggiore razionalità economica. Tali strumenti sono rappresentati dagli indicatori o indici finanziari. Per mezzo di tali strumenti si esaminano rapidamente ed efficacemente le relazioni tra le diverse grandezze contabili traendo le informazioni più rilevanti, per poi procedere ad ulteriori approfondimenti nel caso siano segnalate alcune anomalie.

Nel caso della pubblica amministrazione, gli indicatori servono anche per valutare la gestione degli enti, in quanto non esiste un indicatore di successo analogo alla produzione di utili o profitti per le aziende private. Naturalmente gli indicatori possono segnalare potenziali situazioni critiche per l'azienda dal punto di vista finanziario o dare informazioni rilevanti sulla struttura e sulla gestione finanziaria. Gli indicatori forniscono però solo informazioni sulle relazioni tra diverse grandezze dell'ente pubblico e possono essere soggetti ad interpretazioni non assolute, attente e giudiziose. L'utilizzo corretto degli indicatori, può avvenire pertanto solo se l'analista è consapevole dell'insieme delle operazioni avvenute nell'azienda nel periodo posto sotto osservazione. Solo in questo modo le interpretazioni fornite dall'analista non saranno parziali e si raggiungerà la massima significatività ed utilità nell'utilizzo delle informazioni. Occorre pertanto giungere ad un "sistema" di indicatori, in quanto un utilizzo non coordinato "determinerebbe un esame frammentario della gestione con il pericolo di trascurare importanti aspetti gestionali e di non cogliere le strette relazioni che intercorrono tra situazione reddituale e situazione finanziaria"<sup>15</sup>.

Sebbene l'analisi con indici, nell'ambito delle pubbliche amministrazioni internazionali non sia una novità, nel caso italiano, si è dovuto attendere la fine degli anni '80 per l'elaborazione dei primi contributi in tale campo. Grazie soprattutto a Mazzoleni<sup>16</sup> i cui risultati sono stati poi ripresi e sviluppati da altri autori<sup>17</sup>, lo sviluppo nel campo dell'analisi tramite indicatori ha subito un'accelerazione, fino a comprendere anche indicatori per i risultati economico-patrimoniali<sup>18</sup> dell'ente pubblico. Non si vuole procedere alla presentazione degli innumerevoli quozienti che la dottrina aziendalistica ha messo a punto per l'analisi finanziaria, quanto presentare pochi indicatori la cui costruzione è condivisa dalla letteratura e prassi internazionale<sup>19</sup> e che servono ad orientare il lettore e a sviluppare una sensibilità specifica sul tema.

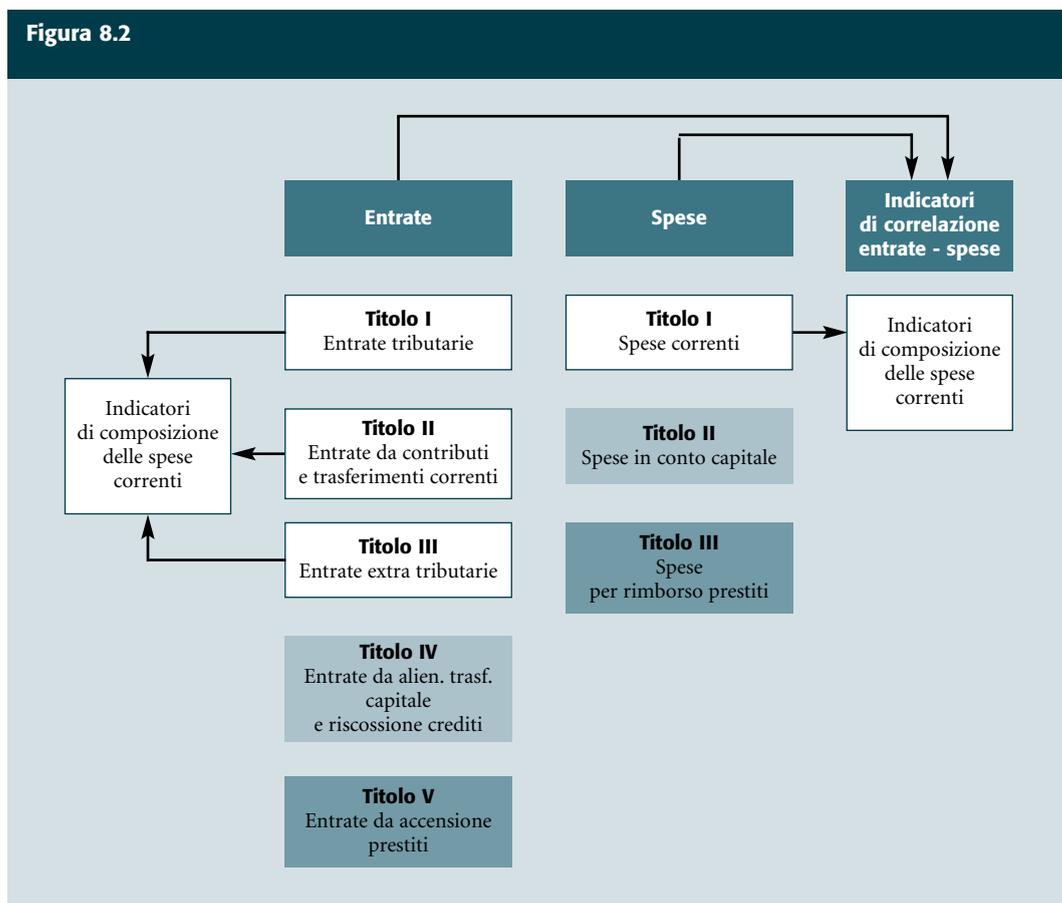
Il contributo più utile ai fini del nostro lavoro, è certamente rappresentata dall'opera di Farneti con la seguente classificazione<sup>20</sup> (figura 8.2).

- **Indicatori di composizione delle entrate correnti** Ovvero quozienti diretti a percentualizzare la composizione delle entrate correnti o di aggregazioni più analitiche rispetto al totale generale delle entrate o a totali parziali considerati più significativi.
- **Indicatori di composizione delle spese correnti** Si tratta di indicatori che danno informazioni sulla composizione della spesa in relazione ad alcune finalità considerate rilevanti per lo studio conoscitivo.
- **Indicatori di correlazione tra entrate e spese** Rappresentano quozienti molto utili per verificare la correttezza della struttura finanziaria dell'ente pubblico, una volta stabiliti dei valori ottimali.

Per mezzo di tali classi di indicatori è possibile monitorare alcuni parametri finanziari considerati essenziali per una buona gestione finanziaria ed una struttura finanziaria ideale. E' bene, ricordare, che quelli presentati in questo lavoro sono solo alcuni dei possibili indicatori realizzabili nel corso di un'analisi finanziaria, spetta poi al servizio finanziario di ogni pubblica amministrazione adattare gli stessi alle esigenze conoscitive che si hanno, costruendo e modificando nuovi indicatori.

20. La classificazione individuata è basata su quella adottata da Farneti, Mazzara, Ravioli, op. cit, pagg. 75-121.

**Figura 8.2**



Inoltre occorre evidenziare come per un corretto utilizzo degli indicatori sia necessario effettuare un confronto spaziale, ovvero un *benchmarking* rispetto ad altre pubbliche amministrazioni ed un'analisi temporale dell'andamento degli indici per individuare eventuali anomalie o situazioni particolari, su cui sarà poi necessario riflettere.

L'evidenziazione di dati anomali, ossia eventuali picchi al rialzo o al ribasso, dovrebbe spingere i dirigenti della funzione finanza ad approfondire le cause, integrando i dati ed utilizzando anche altri indici, per mettere in evidenza le possibili cause che hanno allontanato il *trend* degli indicatori dalla situazione normale di costanza o di variazioni lente e progressive.

### **Gli indicatori di composizione delle entrate correnti**

L'analisi delle entrate correnti<sup>21</sup> permette di avere una descrizione aggiornata della capacità di affrontare le spese necessarie per la gestione ed eventuali progetti di investimento della pubblica amministrazione.

Una serie di indicatori<sup>22</sup> utili al fine di analizzare la composizione delle entrate correnti e stabilire la situazione finanziaria dell'azienda è costituita dalla percentualizzazione delle varie componenti di entrata sul totale generale delle entrate o su totali parziali considerati più significativi. Tale analisi può essere condotta su vari livelli di aggregazione dei dati e con diverso livello di analiticità (titoli, categorie, risorse, ecc.). Ciascun livello avrà i suoi indicatori, però, l'utilizzo efficace di un sistema di indicatori significativi richiede che l'oggetto della misurazione debba rimanere a livello macro, salvo poi essere fissato a un livello successivo di approfondimento laddove le variazioni o le informazioni tratte consigliano una più attenta valutazione del fenomeno posto sotto osservazione. Inoltre bisogna ricordare che è bene evitare un utilizzo elevato di indicatori che produrrebbe solo un numero di informazioni troppo elevate e conseguentemente difficilmente leggibili.

Tra gli indicatori di livello generale che assumono maggiore importanza ai fini dell'analisi della situazione finanziaria delle pubbliche amministrazioni vi sono sicuramente:

21. Naturalmente tale analisi ha per oggetto le diverse fonti a disposizione delle pubbliche amministrazioni, quali imposte, trasferimenti, tariffe, prezzi, tasse ciascuna delle quali si caratterizza dalle altre in termini di consistenza, stagionalità, andamento nel corso del tempo, ecc.

22. Gli indicatori tratti dalla rielaborazione di dati offerti dai documenti contabili dell'azienda, costituiscono strumenti interpretativi che articolano e precisano la conoscenza degli aspetti finanziari delle aziende pubbliche composte. Cfr. Marchi L., La revisione nelle aziende pubblica pag. 156.

**Entrate tributarie + Entrate extratributarie**

**Entrate correnti**

**Entrate da trasferimenti correnti**

**Entrate correnti**

Il primo indice permette di mettere in relazione le entrate proprie e tipiche dell'ente pubblico con il totale delle entrate correnti. Tale indice costituisce il complemento all'unità del secondo indicatore (indicatore di dipendenza finanziaria) e mostra il livello di autonomia finanziaria della pubblica amministrazione. Di contro il secondo indicatore, mostra la dipendenza della pubblica amministrazione dai trasferimenti di altri livelli di amministrazione.

L'analisi di livello generale si avvale anche di altri due indicatori che scaturiscono dalla scomposizione del primo indice: l'indicatore di incidenza tributaria e l'indicatore di incidenza delle entrate extratributarie:

**Entrate tributarie**  
**Entrate correnti**

**Entrate extratributarie**  
**Entrate correnti**

L'indicatore di incidenza tributaria permette di operare alcune considerazioni in merito all'autonomia tributaria<sup>23</sup> della pubblica amministrazione posta sotto esame. L'indicatore di incidenza delle entrate extratributarie misura di contro il peso di quest'ultime sul finanziamento della pubblica amministrazione. Grazie a tale indicatore è possibile conoscere in che misura le entrate proprie dipendono dal corrispettivo di servizi prestati al cittadino e da proventi del patrimonio disponibile.

Un secondo livello di analisi, in base al quale continuare l'esame della situazione e della struttura finanziaria dell'azienda, è quello rappresentato dalla natura o dalla fonte di provenienza delle entrate.

In questo caso si fa utilizzo di dati aggregati di secondo livello e si approfondiscono gli indicatori su individuati, tramite una scomposizione degli stessi. Ad esempio, avendo interesse per la diversa natura delle entrate tributarie si possono utilizzare i seguenti indicatori:

**Imposte**  
**Entrate correnti**

**Tasse**  
**Entrate correnti**

**Altri tributi**  
**Entrate correnti**

Stessa operazione può essere riproposta anche per l'indicatore di incidenza delle entrate extratributarie. Si possono in tal modo individuare diversi indicatori per i proventi dei servizi pubblici, per i proventi dei beni dell'azienda, gli utili netti delle aziende partecipate, ecc.

Per completare l'analisi di tale livello sulla struttura delle entrate, possono infine esaminarsi, tramite l'utilizzo di altri indicatori le diverse fonti dei trasferimenti correnti che giungono all'azienda, individuando il peso di ogni livello nel finanziamento della stessa.

Infine, un terzo ed anche ultimo livello di analisi, in termini analitici, è rappresentato dall'esame delle entrate per risorsa finanziaria. Con questo livello di analisi si approfondisce al massimo grado la composizione delle fonti finanziarie dell'ente pubblico.

Considerato che le risorse finanziarie dell'azienda sono numerose, 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 solitamente 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.

### **Gli indicatori di composizione delle spese correnti**

Analizzare le spese di una pubblica amministrazione significa voler valutare l'efficienza e l'economicità dell'amministrazione per la ricerca di nuove soluzioni tese a migliorare la gestione e l'allocatione delle risorse. All'interno dell'analisi della struttura delle spese possono essere proposti diversi schemi di riferimento o livelli di analisi,

23. Sebbene possa dare una prima informazione in merito all'autonomia tributaria dell'azienda, esso non rileva o non dà conto dei poteri della pubblica amministrazione in merito alla definizione ed alla libertà di manovra rispetto a tali entrate. Si potrebbe benissimo avere il caso in cui sebbene vi siano consistenti entrate tributarie ed ad esse associate un alto valore dell'indicatore, l'azienda non possa disporre di una propria politica tributaria, perché ad esempio, tipi di tributi, aliquote e base imponibili sono decise dai livelli superiori di pubblica amministrazione. Quindi occorre anche in questo caso integrare le informazioni derivanti dall'indicatore con altre che attengono all'azienda ed ai poteri di cui la stessa dispone.

secondo le finalità che l'osservatore si pone. Per quel che riguarda, la funzione finanziaria, essa può avere interesse a conoscere o far conoscere la scomposizione delle spese rispetto ai tre seguenti utilizzi:

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

All'interno di ognuna di tale categoria di spesa può poi essere condotto un approfondimento rispetto ai criteri che si ritengono più opportuni o utili allo scopo conoscitivo dell'analisi che si sta conducendo. Per la gestione corrente potrebbe proporsi ad esempio l'analisi per funzioni, per servizio, per causa di sostenimento, ecc. Grazie a tali analisi potrebbero ricavarsi numerose informazioni rilevanti sulla struttura delle spese e diversi stimoli per un'analisi interna al fine verificare l'efficienza e l'efficacia della gestione. Tali indicatori risulterebbero sicuramente meno efficaci rispetto all'utilizzo di un sistema di controllo di gestione. La valutazione delle spese della pubblica amministrazione implica comunque un'approfondita analisi di alcune particolari voci di bilancio, dalle spese per il personale alle quote di ammortamento dei mutui, dalle spese per l'amministrazione generale alle spese correnti e in conto capitale.

Ciò che qui importa, nell'ambito della nostra analisi è invece la prima distinzione, quella che individua spese correnti, spese per investimenti e spese per rimborso di prestiti. Grazie a tale esame preliminare è possibile avere indicazioni generali sulla ripartizione della spesa e sulla propensione dell'azienda al consumo piuttosto che al consumo.

### **Gli indicatori di correlazione entrate-spesa**

Una volta analizzata la struttura delle entrate e delle spese, in modo da individuare eventuali criticità (dipendenza eccessiva da una fonte o rigidità della spesa), si possono compiere analisi composte delle entrate e delle spese, al fine di acquisire ulteriori informazioni non percepibili immediatamente attraverso la lettura dei documenti di bilancio. Il più noto tra tali indicatori è certamente quello che confronta globalmente le entrate correnti alle spese correnti:

**Entrate correnti**  
**Spese correnti**

Grazie a tale indicatore, si può mettere in evidenza, in che misura le entrate correnti coprono le spese dello stesso tipo<sup>24</sup>. L'indicatore 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 acquisire risorse aggiuntive da destinare a nuovi investimenti.

24. Nel calcolo dell'indicatore, poiché si tratta di un'analisi finanziaria, occorre sottrarre le quote di ammortamento stanziato nelle spese correnti, le quote capitale di rimborso dei prestiti.

Gli altri indicatori rilevanti sono volti ad approfondire l'esame dell'area più critica del bilancio delle aziende pubbliche, costituita dalle spese avente un elevato carattere di rigidità e legate alla struttura operativa e finanziaria dell'azienda. Tra gli indicatori più significativi della struttura delle spese e della rigidità, il più importante è quello della rigidità della spesa per il personale:

**Spese per il personale**  
**Entrate correnti**

E' evidente che le spese per il personale rappresentano una voce rigida della struttura delle spese dell'azienda, in quanto nel breve periodo, è difficile operare una significativa riduzione delle stesse. La conoscenza della dimensione della rigidità delle spese per il personale permette di individuare dunque il margine di operatività, al fine di assumere nuove scelte o iniziative economiche.

Congiuntamente a tali spese, altre voci che dovrebbero essere prese in considerazione dagli indicatori sono quelle che riguardano il rimborso di mutui o prestiti contratti (spese per rimborso capitale e spese per interessi). Possono utilizzarsi i seguenti due indicatori:

**Quota capitale mutui e prestiti**  
**Entrate correnti**

**Quota interessi mutui e prestiti**  
**Entrate correnti**

In tale modo è possibile tenere sotto costante monitoraggio l'evoluzione delle spese per interessi e dei rimborsi dei prestiti, verificando se si è raggiunta una soglia limite, oltre cui non è opportuno più indebitarsi, oppure se vi sono ancora rilevanti spazi di azione per l'amministrazione dell'azienda.

Può poi essere utile, esaminare le modalità di finanziamento degli investimenti con i seguenti indicatori:

**Avanzo di gestione**  
**Spese in conto capitale**

**Alienazione beni patrimoniali**  
**Spese in conto capitale**

**Prestiti e mutui**  
**Spese in conto capitale**

**Trasferimenti da altre pubbliche amministrazioni**  
**Spese in conto capitale**

Tali indicatori sono costruiti sulla base di alcune delle diverse modalità di finanziamento degli investimenti, mettendo in evidenza la politica di investimento e di finanziamento dell'ente pubblico. Il primo indicatore evidenzia il contributo delle risorse correnti, o meglio dei risparmi della gestione al finanziamento degli investimenti, in una strategia di tipo *pay as you go*. L'indicatore di alienazione dei beni patrimoniali, invece, si focalizza sul finanziamento degli

investimenti tramite permuta del patrimonio disponibile. Il terzo indicatore (prestiti e mutui/spese in conto capitale), invece, mostra il ricorso ad indebitamento, che solitamente è la forma tipica cui ricorrono le aziende quando devono finanziare investimenti e non possiedono né patrimonio da cedere né flessibilità di bilancio per creare un fondo per spese in conto capitale. Infine l'ultimo indicatore mette in rilievo in che misura la politica di investimento dell'azienda dipenda da altri livelli di pubblica amministrazione, che provvedono a trasferire risorse per la realizzazione di determinate opere di utilità collettiva. L'importanza dell'informazione legata a tali indicatori è correlata alla necessità di ridurre l'onerosità dell'indebitamento in un sistema complessivo di *capital rationing*. Con l'ausilio degli indicatori è possibile individuare le fonti cui si ricorre con più frequenza e attraverso l'utilizzo di ulteriori indicatori, si verifica quale sono i margini di azione per ogni fonte, eliminando quelle meno convenienti nella ricerca di economie di gestione.

## 8.4 Il monitoraggio della gestione finanziaria

Uno dei compiti fondamentali del servizio finanziario è dato dall'analisi e monitoraggio della situazione finanziaria dell'azienda. A tal fine, un utile strumento per realizzare la gestione finanziaria è costituito dalle tabelle.

Si tratta in altre parole, di rilevare a scadenze fissate in relazione alle grandezze numeriche da indagare, i dati più significativi dell'andamento della gestione, confrontando gli stessi con i dati corrispondenti degli anni precedenti o di amministrazioni simili. Si veda ad esempio la tabella 8.6 di andamento della gestione delle entrate:

**Tabella 8.6**

Fonte finanziaria	Previsione originaria	Previsione definitiva	Accertamenti	Riscossioni	Incidenza percentuale	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)/(2)	(4)/(2)
Imposte						
Tasse						
Tariffe						
Prezzi						
....						
<b>Totale</b>						

Grazie a questa tabella è possibile tenere sotto controllo le diverse entrate, potendo utilizzare un diverso livello di approfondimento secondo le necessità, la capacità previsiva dell'ente pubblico e la velocità di riscossione delle entrate. In maniera simile è possibile costruire una tabella per la rilevazione dell'andamento delle spese:

Voce spesa	Previsione originaria	Previsione definitiva	Impegni	Pagamenti	Incidenza percentuale	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(3)/(2)	(4)/(2)
Personale						
Prestiti						
Beni						
Servizi						
....						
<b>Totale</b>						

La tabella può poi essere adattata alle esigenze della funzione finanza, utilizzando una classificazione differente delle voci di spesa, e aggiungendo alcune colonne per il confronto con i valori assunti negli anni passati. Inoltre possono essere utilizzate tabelle differenti per la spesa corrente e quella in conto capitale.

Complicando, l'analisi e aggiungendo le informazioni attinenti ai crediti la prima tabella considerata si trasforma nella seguente:

Fonte finanziaria	Crediti (residui)	Previsione definitiva	Massa riscuotibile	Riscossioni (comprehensive crediti)	Incidenza percentuale	
					Anno x	Anno x-1
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(4)/(3)	(4)/(3)
Imposte						
Tasse						
Tariffe						
Prezzi						
....						
<b>Totale</b>						

In tal modo, nell'analisi della gestione delle entrate si tiene conto anche della capacità di smaltimento dei crediti. Naturalmente l'analisi dell'andamento dei crediti può anche essere fatta separatamente può dare informazioni rilevanti sulle criticità e sulla possibilità di ricorrere a tecniche di finanziamento quali la cartolarizzazione. Per la tabella

dell'andamento della gestione delle spese, considerando anche i pagamenti dei debiti si ottiene:

Voce spesa	Debiti	Previsione definitiva	Massa pagabile	Pagamenti (compresi debiti)	Incidenza percentuale	
					Anno x	Anno x-1
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(4)/(2)	(4)/(2)
Personale						
Prestiti						
Beni						
Servizi						
....						
<b>Totale</b>						

Nel caso della gestione di cassa, per monitorare l'andamento delle risorse si può invece utilizzare questa tabella:

Elementi della cassa	Ammontare € Momento x	Ammontare € Momento x-1	Ammontare € Momento x-2	Note
<b>(1) Riscossioni (+)</b>				
<b>(2) Pagamenti (-)</b>				
<b>(3) Saldo= (1-2)</b>				Cassa della gestione corrente
<b>(4) Fondo cassa iniziale (+)</b>				
<b>(5) Riscossioni crediti (+)</b>				
<b>(6) Pagamenti debiti (-)</b>				
<b>(7) saldo = (3+4+5-6)</b>				Cassa con gestione crediti e debiti

Nella tabella considerata possono poi essere considerate anche le anticipazioni ed i finanziamenti a breve termine concessi dal tesoriere o da altri istituti bancari nell'esercizio, determinando così una situazione di cassa più completa e corretta.

L'utilizzo di tabelle può essere poi utile anche per la rappresentazione di valori che non trovano espressioni in bilanci quali ad esempio sentenze a sfavore dell'ente pubblico, disavanzi di aziende collegate e partecipate, ecc.:

<b>Debiti fuori bilancio</b>	<b>Ammontare € Anno x</b>	<b>Ammontare € Anno x-1</b>	<b>Ammontare € Anno x-2</b>	<b>Note sui debiti</b>
<b>Sentenze</b>				
<b>Disavanzi consorzi, aziende, ecc.</b>				
<b>Ricapitalizzazioni</b>				
<b>Procedure espropriative</b>				
<b>Acquisto di beni e servizi</b>				

Naturalmente quello presentato è un set minimo di tabelle, che rappresenta solo un'esemplificazione di una delle diverse modalità con cui può essere impostato l'analisi finanziaria dell'azienda. Tali tabelle costituiscono solo un punto di partenza per la definizione di un sistema, che nel caso delle pubbliche amministrazioni sarà differenziato secondo tipologia e caratteristiche.

## Le *best practice* e le relazioni con gli intermediari finanziari

### 9.1 L'evoluzione del rapporto tra banca ed Enti Locali. Dall'offerta alla relazione

In questo contributo si sostiene che l'evoluzione dell'offerta di prodotti e servizi da parte del sistema bancario italiano agli Enti Locali è avvenuta, nell'arco degli anni '90, sotto l'azione delle richieste degli enti stessi per effetto di cause endogene ed esogene ed in maniera quasi casuale piuttosto che in base ad una strategia pianificata. Più che di elaborazione di un'offerta specifica delle banche per gli Enti Locali possiamo parlare di utilizzo da parte degli Enti Locali di strumenti predisposti dalle differenti banche per il segmento *corporate* dopo un lungo periodo di completa dipendenza dalla Cassa Depositi e Prestiti. L'evoluzione dei fabbisogni d'investimento degli Enti Locali in direzione di un'accentuazione privatistica della loro azione ha infatti condotto alla ricerca di modalità alternative di finanziamento al di fuori dei canali del credito pubblico trovando per un certo periodo gli istituti bancari impreparati. Accenneremo tra l'altro al ruolo delle banche estere che sono riuscite in alcuni casi per la loro maggiore esperienza a soddisfare meglio e prima la domanda degli enti con la conseguenza di aprire il mercato degli Enti Locali, che avrebbe dovuto essere *captive*, alla concorrenza.

Solo oggi si può dire che le principali banche italiane dispongono di un'offerta di prodotti e servizi coerente con le esigenze degli Enti Locali e di un'organizzazione in grado di proporre l'offerta alla clientela. La relazione tra banca ed Enti Locali appare però ancora difficoltosa a causa da un lato dello scarso sviluppo della funzione finanza negli Enti Locali e dall'altro della scarsa conoscenza delle esigenze e del funzionamento degli Enti Locali da parte delle banche non migliorata dai processi di concentrazione ed integrazione in atto che hanno privilegiato altre aree di *business* senza favorire la conservazione delle conoscenze della realtà locale tradizionale. In particolare la relazione tra l'ente e la banca tesoriere non si trasforma automaticamente in un'opportunità di sviluppo verso il finanziamento di investimenti a causa di deficienze organizzative della banca.

La tesi è che lo sviluppo della relazione tra banca ed Enti Locali è di fondamentale importanza ai fini dello sviluppo del territorio ed in particolare di una risorsa fondamentale, la fiducia. La conoscenza delle reciproche esigenze resta inoltre di fondamentale importanza ai fini del ruolo di sostegno allo sviluppo del territorio locale che il sistema bancario può assicurare.

### **Il mercato della Pubblica Amministrazione Locale**

La Pubblica Amministrazione Locale (PAL) è un cliente di tutto rispetto del sistema bancario italiano. Secondo i dati della Banca d'Italia nel 2001 gli interessi pagati a fronte delle passività finanziarie della PAL erano pari a 4.733 milioni di euro. Se si considera che il margine d'interesse del sistema bancario italiano nello stesso anno è stato pari a 36.395 milioni di euro possiamo avere un'idea del rilievo che la PAL riveste per i conti del sistema. Appare così facilmente comprensibile l'affermazione fatta dal direttore generale di un importante istituto di credito "... l'80% del margine di una banca si fa con il 25% dei clienti, la parte ricca (segmento affluent, media impresa, pubblica amministrazione, *private banking*)<sup>1</sup>.

Poiché l'indebitamento a breve degli Enti Locali è strettamente regolamentato dalle norme sulla gestione di tesoreria, quando si parla di finanziamento alla PAL si parla fondamentalmente di finanziamento degli investimenti. Fino al 1990, anno in cui è cessato il monopolio della Cassa Depositi e Prestiti, i finanziamenti agli Enti Locali sono stati assicurati da quest'ultima, ma negli ultimi anni si è assistito ad una continua crescita dei finanziamenti assicurati dalle banche che ha superato in alcuni anni la quota dell'operatore pubblico<sup>2</sup>. In particolare nella situazione di staticità di quest'ultimo, ancorato ad una visione ancora centralistica, si sono inserite le banche che hanno potuto più agevolmente fornire una gamma più articolata di prodotti e servizi più aderenti alle esigenze degli enti i quali a partire dagli anni novanta ottenevano sempre maggiori competenze per le quali si era alla ricerca di modalità di finanziamento sempre più innovative.

Il successo delle banche italiane nel finanziamento agli Enti Locali non era e non è scontato e soprattutto non è generalizzato. Nonostante una serie di fattori che avrebbero dovuto far privilegiare il rapporto con l'Ente Locale (radicamento territoriale della banca, provenienza pubblica di alcuni istituti, minore assorbimento di capitale ai fini del mantenimento del livello minimo di copertura patrimoniale dei rischi assunti previsto dalla normativa di regolamentazione) la maggioranza di essi non ha ampliato la propria offerta di prodotti e servizi per questo segmento di mercato al punto che oggi la gestione del servizio di tesoreria non è un prerequisito per l'aggiudicazione di altri servizi da parte della banca tesoriere.

L'evoluzione dei bisogni e dei fabbisogni degli Enti Locali italiani avvenuta in modo piuttosto caotico a partire dagli anni novanta ha favorito una diffusa sperimentazione in cui gli alleati sono stati ricercati di volta in volta senza rapporti privilegiati.

1. De Bustis V., Intervista alla Repubblica, 11 novembre 2002.

2. Cfr. Salvemini M. T., Il Credito agli Enti Locali in Italia e in Europa, Edibank, Roma, 2002.

### Dall'offerta alla relazione

- Nel corso degli anni novanta e fino ad oggi gli Enti Locali hanno sperimentato il ricorso ad una gamma ampia e differenziata di servizi e strumenti finanziari nel tentativo di ricercare sempre migliori condizioni di finanziamento. Le banche italiane hanno assecondato le richieste ed i fabbisogni degli enti. Attualmente gli Enti Locali hanno a loro disposizione una gamma completa di strumenti finanziari.
- L'offerta è gestita in modo segmentato dal sistema bancario. Mentre la tesoreria viene gestita da una gamma molto ampia di istituti anche di piccole dimensioni, i servizi di finanza innovativa sono erogati da un ristretto numero di istituti, Dexia-Crediop, Unicredit, Monte Paschi, Intesa, Capitalia, BNL rispettivamente con punti di forza e di debolezza nelle diverse aree.
- Il ricorso a questi strumenti è ancora limitato da fattori dimensionali, procedurali, organizzativi, di costo.
- Gli enti dimostrano una notevole infedeltà nei confronti delle banche. Essi tendono a ricercare la migliore opportunità di volta in volta proposta dagli istituti non esistendo il vincolo che la scarsità del credito impone alle imprese.
- Gli Enti Locali lamentano una insufficiente attenzione alle loro problematiche. La banca non è in grado di proporre un'offerta globale. Le proposte sono scollegate tra di loro, portate da interlocutori diversi, mentre la filiale con cui si è in rapporto non è in grado di interfacciarsi pienamente con l'ente e spesso non sa neanche quale possa essere l'interlocutore più adatto nel proprio istituto.

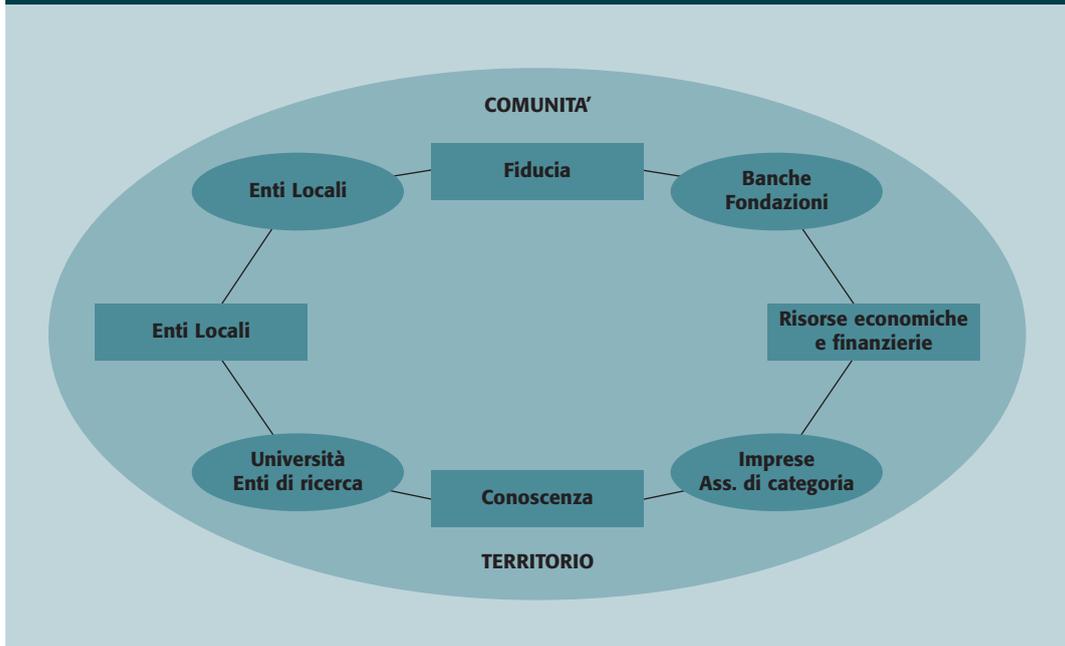
Ciò che sembra mancare non sono i prodotti ma la relazione. Esiste cioè uno spazio ampio per la banca di essere referente finanziario e non solo finanziario dell'ente, ma le banche non sembrano ancora essere in grado di assumere pienamente questo ruolo.

La ripresa d'interesse per le tematiche dello sviluppo del territorio sotto la nuova veste del *marketing* territoriale che si accompagna al processo di riforma costituzionale in atto con il trasferimento di competenze alle Regioni e ai nuovi strumenti di *governance* in possesso degli Enti Locali può collocare in una luce nuova il rapporto tra banca ed Enti Locali.

Le più recenti esperienze di sviluppo territoriale<sup>3</sup> evidenziano che quest'ultimo è il risultato del concorso di collaborazione di tutti gli attori che operano sul territorio.

3. Cersosimo D., a cura di, Istituzioni, capitale sociale e sviluppo locale, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2002.

**Figura 9.1** Gli attori dello sviluppo territoriale



In Figura 9.1 abbiamo tentato di schematizzare l'effetto della relazione tra gli attori. Se ai due poli collochiamo la comunità e il territorio, la prima intesa come somma delle relazioni esistenti tra gli individui e il territorio come luogo fisico in cui questi individui operano, vediamo che la relazione tra i due si costruisce attraverso l'azione di attori organizzati in particolare gli Enti Locali, le università e i centri di ricerca e il sistema scolastico, le imprese e le associazioni di categoria, le banche e le fondazioni.

Ognuno di questi attori in coppia con un altro è in grado di produrre o di mettere a disposizione del sistema una risorsa necessaria allo sviluppo. Le quattro risorse sono: la fiducia dalla relazione tra banche, fondazioni bancarie ed Enti Locali, le risorse economiche e finanziarie dalla relazione tra banche, fondazioni e le imprese e le associazioni di categoria, la conoscenza dalla relazione tra università, enti di ricerca, sistema scolastico e imprese ed associazioni di categoria e infine la sicurezza dalla relazione tra università, enti di ricerca, sistema scolastico e Enti Locali. Naturalmente queste risorse possono scaturire in misura minore dalla relazione di un attore con tutti gli altri ma per l'appunto in misura minore.

Ora soffermiamoci sulla relazione tra banche, fondazioni ed Enti Locali e sulla risorsa risultante, per l'appunto la fiducia. Il termine fiducia qui è usato come sinonimo di capitale sociale: "per capitale sociale intendiamo qui la fiducia, le norme che regolano la convivenza, le reti di associazionismo civico, elementi che migliorano l'efficienza dell'organizzazione sociale promuovendo iniziative prese di comune accordo"<sup>4</sup>.

4. Putnam R., La tradizione civica nelle regioni italiane, Mondadori, Milano, 1993.

Dal punto di vista del *marketing* la competitività di un territorio può essere vista come livello del grado di fiducia come riflesso della dotazione infrastrutturale di quell'area intesa non solo come infrastrutture fisiche ma anche come infrastrutture virtuali come le telecomunicazioni o anche la formazione, per esempio e i servizi sociali o l'ambiente che tutte insieme contribuiscono alla crescita del livello della fiducia.

Il ruolo dell'Ente Locale nella costruzione della fiducia è intuibile per la sua attività pubblica continua di promozione e adesione ai valori di convivenza civile (anche se in talune occasioni si è ottenuto un effetto contrario a causa di fenomeni di malcostume) meno chiaro potrebbe apparire, invece, il ruolo della banca. Se però riflettiamo proprio sul ruolo della banca locale e sulla sua attività di credito vediamo come esso si basi oltre che suo progetto industriale anche sulla fiducia riscossa dal prestatore di fondi e consolidi fiducia sull'imprenditore e sulla iniziativa finanziata, aumentando il capitale relazionale della persona.

In questo senso la relazione tra Ente Locale e banca può ampliarsi a ambiti di collaborazione non immaginati prima e può costituire un incredibile binomio per l'incremento della fiducia sul territorio.

Le aspettative della pubblica amministrazione locale nei confronti del sistema bancario sono del resto molto ampie. Il sistema bancario gode di un'ottima immagine presso gli Enti Locali, derivante dalla stabilità e dalla solidità ma anche dal suo essere o apparire al di fuori dei giochi politici.

Le aree di innovazione a cui la banca può contribuire sono quelle riassunte nella Figura 9.2 descritte come aree di innovazione del territorio e aree di innovazione della pubblica amministrazione. La prima riguarda il ruolo di *advisory* o di finanziatore che la banca può rivestire per la realizzazione di impianti per la gestione di servizi idrici, servizi ambientali o in piani di riqualificazione per mezzo di S.T.U. (Società di Trasformazione Urbana) in cui la banca può essere socio o finanziatore. Oppure può trattarsi di partecipazione e finanziamento a società che operano come strumenti di partenariato pubblico privato per lo sviluppo locale come i G.A.L. (Gruppi di Azione Locale). Infine molto importante in quest'area è certamente la partecipazione a poli tecnologici, forme di partenariato pubblico privato per la diffusione di tecnologie in determinati distretti o filiere industriali. Non sempre si tratta di finanziamenti ad Enti Locali ma anche a società commerciali di diritto privato partecipati dagli stessi. In questo senso le operazioni possono rientrare nell'attività corporate della banca ma la relazione deve necessariamente coinvolgere l'Ente Locale.

Certo siamo molto oltre il finanziamento di un capannone, che resta, comunque, molto utile, ma quello che si richiede è la capacità di partecipare ad un progetto di trasformazione e di sviluppo del territorio.

**Figura 9.2**      **Opportunità per la banca**



Per quanto riguarda l'area di innovazione della pubblica amministrazione le opportunità sono sicuramente maggiori. Questa riguarda sia la gestione degli *asset* siano essi costituiti da beni fisici che da partecipazioni in società per la gestione di servizi pubblici locali mediante anche l'utilizzo di strumenti finanziari per lo smobilizzo e la valorizzazione degli stessi. Oppure la gestione in forma partecipata con gli Enti Locali di società per la riscossione dei tributi locali o per lo sviluppo di pacchetti gestionali per l'informatizzazione della pubblica amministrazione.

Infine il grande capitolo della formazione: nel momento in cui la funzione finanziaria acquisisce rinnovato rilievo, il miglioramento delle competenze, delle conoscenze e delle capacità del personale degli Enti Locali assume nuove priorità.

Nonostante le premesse la relazione tra i due attori si situa ad un livello non soddisfacente e deve essere intensificata. Indagheremo prima sulle motivazioni di questa situazione e poi sulle modalità per superarla.

### Figura 9.3

- **Amministrazioni centrali**
- **Enti pubblici centrali**
- **Agenzie operative**
- **Regioni**
- **Enti Locali**
- **ASL, Policlinici, Centri ospedalieri**
- **IPAB, Case di riposo, RSA**
- **Enti territoriali**

a cui la banca assimila

- **Enti religiosi**
- **Enti no profit e ONLUS**

La figura 9.3 definisce cosa la banca considera all'interno della pubblica amministrazione, che a seconda della banca viene definita settore enti pubblici, area Enti Locali. Si tratta come si vede di una gamma molto ampia di enti, di cui gli Enti Locali non sono che un elemento. Essi comprendono la pubblica amministrazione centrale, gli Enti Pubblici centrali e le Agenzie Operative, le Regioni e gli Enti Locali, ASL, Policlinici, Centri Ospedalieri, Ipab, Case di Riposo, RSA, Enti Territoriali a cui la banca assimila Enti religiosi, Enti no profit e Onlus.

Come si vede si tratta di enti molto differenti tra loro caratterizzati da sistemi di bilancio, organi di governo e processi decisionali molto diversi al punto da essere troppo gene-

rica e indifferenziata e non costituire strumento di lavoro commerciale.

Quanto detto dovrebbe quindi spingere la Banca ad una riflessione generale sulla propria struttura e sulle proprie strategie organizzative e commerciali.

Dall'altro lato il comportamento della pubblica amministrazione nei confronti del sistema bancario è caratterizzato da:

- comportamenti commercialmente poco produttivi;
- nessuna contrattazione centralizzata delle condizioni di credito minime;
- scarso sviluppo della funzione finanziaria;
- relazioni occasionali con il sistema bancario.

## 9.2 L'esperienza del Comune di Reggio Emilia e del Comune di Avellino

*Il caso della Convenzione per la negoziazione unitaria delle forme di indebitamento<sup>5</sup>.*

L'emissione di Titoli obbligazionari da parte di Enti Locali è disciplinata dall'art. 35 della Legge n. 724/94 e dal Decreto Ministero del Tesoro 5.7.1996 n. 420 (cfr. cap. 3).

A sei anni dalla loro introduzione i prestiti obbligazionari comunali (BOC) hanno avuto uno sviluppo tutto sommato limitato e sono prevalse le sottoscrizioni "a fermo" da parte di Istituti bancari (in sostituzione dei tradizionali mutui) mentre le emissioni al pubblico risparmio sono state pochissime.

5. La Convenzione è stata promossa dal Comune di Reggio Emilia e da altri comuni aderenti.

Sono pertanto rimaste disattese le motivazioni che avevano condotto al varo dei BOC ossia quello di coinvolgere i cittadini nel finanziamento delle opere pubbliche.

Limitato ad alcuni Comuni di grossa dimensione è stato anche il ricorso a emissioni su mercati esteri tramite programmi EMTN. La diffusione dello strumento dei BOC ha poi riguardato un numero limitato del totale degli 8103 Comuni Italiani, concentrato in alcune Regioni del Centro-Nord.

Ad ostacolare la diffusione dei BOC sono stati i seguenti motivi:

- alcune rigidità burocratiche fissate nella Legge istitutiva e nel Regolamento n. 420/96 di attuazione quali il sistema di collocamento alla pari, il legame tra il prestito e l'investimento da finanziare, la restituzione del capitale fin dal primo anno, la lunghezza delle procedure per il collocamento al pubblico risparmio;
- l'incertezza della retrocessione della ritenute;
- gli importi non elevati delle singole emissioni non permettono di rendere liquidi ed appetibili i titoli e la conseguente impossibilità di creare un mercato secondario;
- le difficoltà dei Comuni di media/piccola dimensione ad utilizzare strumenti complessi che richiedono competenze e professionalità adeguate spesso non presenti.

Se alle prime due problematiche si sta, almeno in parte, ponendo rimedio (l'art. 41 della Legge 448/2001 ha previsto l'emissione di titoli bullet nonché con scarto di emissione e senza cedola; la circolare Min. Interno n. 23/2002 ha dato certezza alla retrocessione delle ritenute) il problema degli importi limitati delle singole emissioni dei BOC e della diffusione di tale forma di accesso al mercato dei capitali alla gran parte dei Comuni Italiani rimane.

L'esperienza effettuata dal Comune di Reggio e dagli altri Comuni aderenti alla Convenzione per la negoziazione Unitaria delle forme di indebitamento è un esempio di come una gestione associata può far crescere il ricorso degli Enti Locali al mercato obbligazionario. Si tratta di una convenzione stipulata ai sensi dell'art. 24 della Legge 142/90 (ora art. 30 D.Lgs. 267/2000) che ha costituito il primo esempio in Italia di collaborazione tra Comuni in tema di gestione in forma unitaria delle procedure di ricorso al credito al fine di ottenere condizioni migliori sul mercato dei capitali. Il Comune di Reggio in qualità di ente capofila ha posto in essere le procedure negoziali al fine di individuare intermediari e condizioni dei servizi connessi all'emissione di prestiti obbligazionari comunali. I risultati sono stati estremamente incoraggianti in quanto si è ottenuto un risparmio significativo rispetto alle altre forme di indebitamento (mutui Cassa DD.PP. e Istituti di Credito Privato).

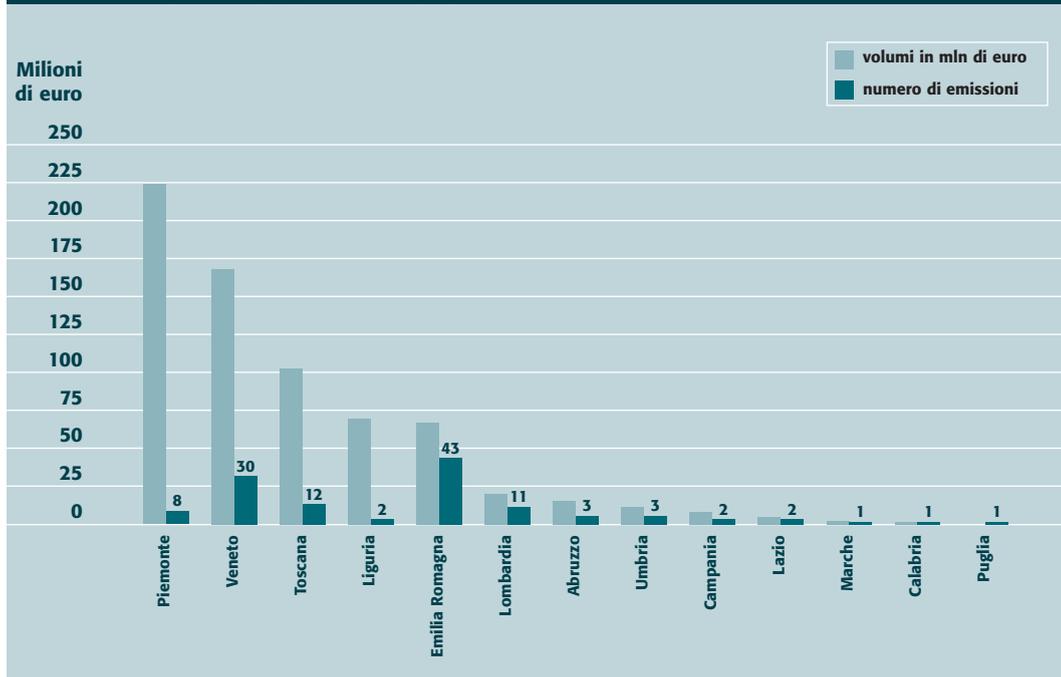
Le seguenti tabelle illustrano il volume ed il numero delle emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani nonché un confronto con le emissioni degli enti aderenti alla convenzione per la negoziazione unitaria delle forme di indebitamento stipulata tra il comune di Reggio Emilia e altri 50 comuni delle province di Reggio, Parma e Modena.

**Tabella 9.1 Il volume delle emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani**

e.= emissioni	BOC			BOP			BOR		
	N. e	Valore dei BOC	Importo medio e.	N. e	Valore dei BOC	Importo medio e.	N. e	Valore dei BOC	Importo medio e.
Giugno 1998 Maggio 1999	90	693.069.476	7.700.772	23	160.644.080	6.984.525	3	693.000.000	231.000.000
Maggio 1999 Maggio 2000	72	494.791.104	6.872.099	9	47.177.147	5.241.905	10	2.280.138.047	228.013.805
Maggio 2000 Maggio 2001	110	551.187.320	5.010.794	10	44.145.867	4.414.587	5	2.049.889.109	409.977.822
Giugno 2001 Giugno 2002*	119	686.092.000	5.765.479	26	112.718.000	4.335.308	9	3.674.292.104	408.254.678

\* dato aggiornato al 13.06. 2002

**Grafico 9.1 Ripartizione dei Boc per Regioni e per numero di emissioni (periodo giugno 2001 - giugno 2002)**

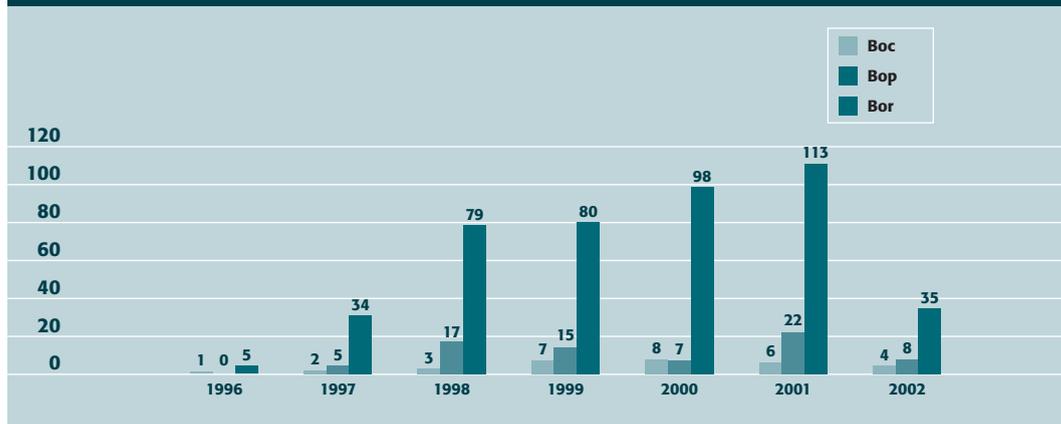


**Tabella 9.2 Il numero delle emissioni di Boc – Bop – Bor con dettaglio del numero di emissioni degli enti aderenti alla convenzione di Reggio Emilia**

	BOR	BOP	BOC	Totali
1996	1	0	5	6
1997	2	5	34	41
1998	3	17	79	99
1999	7	15	80	102
2000	8	7	98	114
Di cui convenzione			7	
2001	6	22	113	123
Di cui convenzione			28	
2002 primo semestre	4	8	35	63
Di cui convenzione			14	
<b>Totali</b>	<b>31</b>	<b>73</b>	<b>444</b>	<b>548</b>
2002 secondo semestre	n.d.	n.d.	66*	n.d.
Di cui convenzione			24	

\* Dato non definitivo (stima)

**Grafico 9.2 Le emissioni di Boc - Bop - Bor dal 1996 al primo semestre 2002**



Pur rappresentando una quota minima del totale dei Comuni Italiani (gli enti aderenti erano 23 nel 2000, 36 nel 2001 e 50 alla fine del 2002) nel periodo giugno 2001/giugno 2002 i Comuni Convenzionati hanno effettuato 35 emissioni di BOC pari al 30% del totale delle 119 emissioni di BOC nello stesso periodo. Il totale delle emissioni nel periodo maggio 2000/dicembre 2002 dei Comuni convenzionati è stato pari a 73 singole emissioni per un volume complessivo di 87.168.000 di euro.

Se con la gestione associata si è risolto il problema dell'accesso a tale mercato anche da parte di enti medio-piccoli non si è risolto il problema del volume e degli importi delle emissioni in quanto a normativa vigente, le emissioni devono essere effettuate da ogni singolo Comune con conseguenti problemi di frazionamento degli importi e di scarsa appetibilità degli stessi.

### *La realizzazione e la gestione di un centro natatorio polifunzionale nel Comune di Avellino.*

L'insufficienza delle risorse pubbliche, rispetto agli investimenti in opere infrastrutturali e in grandi progetti, hanno fatto scaturire l'esigenza, specie da parte degli enti locali, di coinvolgere anche i capitali privati in progetti di pubblica utilità caratterizzati da: un elevato fabbisogno finanziario, tempi lunghi di realizzazione, capacità di reddito differita nel tempo e numero elevato di soggetti e professionalità coinvolte.

In tale contesto, la finanza di progetto presenta il non trascurabile vantaggio di conciliare l'interesse pubblico, incentrato sull'utilità sociale dell'opera, e l'interesse privato rivolto, invece, ad un'adeguata remunerazione del capitale investito.

La legge Merloni – *ter*, modificata dalla legge 166/2002, ha messo a disposizione della pubblica amministrazione uno strumento di particolare interesse che, se proficuamente sfruttato, può contribuire allo sviluppo economico di determinate aree geografiche.

In tale contesto, si colloca l'esperienza del Comune di Avellino che grazie alla finanza di progetto, in tempi brevi, metterà a disposizione dei propri cittadini una struttura capace di soddisfare bisogni diversi, sia legati allo svago e alla spendita del proprio tempo libero sia a terapie di recupero delle funzionalità motorie da parte di soggetti affetti da patologie che richiedono tecniche riabilitative in centri specializzati.

La scelta del Comune di Avellino non è stata casuale, poiché si tratta di un Ente locale particolarmente attivo dal punto di vista operativo; la realizzazione del Teatro di città, l'impianto di vagliatura dei rifiuti, nonché una serie di progetti in cantiere, ne fanno un caso-studio molto interessante.

Il Comune di Avellino è stato fortemente provato dal sisma del 1980, sia in termini di perdite di vite umane, sia in termini di risorse che sono state necessarie per finanziare la ricostruzione: quest'ultimo aspetto ha lasciato una mole di debiti che l'attuale Amministrazione, non senza difficoltà, sta ripianando.

Da sempre, le risorse a disposizione dell'Ente sono state prevalentemente utilizzate per far fronte ai bisogni primari della popolazione locale, legati essenzialmente all'edilizia territoriale. Questa scelta obbligata (dalla ricostruzione) ha, peraltro, privato il Comune delle risorse necessarie allo sviluppo di infrastrutture atte a garantire i servizi legati alla vita quotidiana, quali le strutture sportive e di servizi, associative e non, con caratteristiche di rarità come teatri, cinema e ristoranti: si tratta, cioè, di luoghi fruibili dalla collettività durante il tempo libero.

Negli ultimissimi anni il Comune di Avellino ha promosso con la formula della finanza di progetto la realizzazione di diverse opere «calde»:

- Centro natatorio polifunzionale;
- Ampliamento e gestione dei cimiteri comunali;
- Parcheggio sotterraneo in Piazza Aldo Moro;
- Parcheggio sotterraneo in Piazza Kennedy /Macello;
- Parcheggio sotterraneo in Piazza Libertà, nei pressi della Casa Comunale

Per il triennio 2002 – 2004 è stata programmata la costruzione di un parcheggio sotterraneo in Via Volpe<sup>6</sup>.

Al momento, con l'affidamento della concessione, sono stati conclusi i procedimenti relativi alle prime due opere.

Di seguito, si analizza il caso della realizzazione e della gestione del Centro natatorio polifunzionale.

Il progetto per la costruzione della piscina comunale fu presentato una prima volta già nel 1994, prima della Merloni – ter, ma fu bocciato a causa della innovatività della formula tecnica di realizzazione, in quanto era previsto il coinvolgimento di finanziatori privati.

La pianificazione territoriale dell'Amministrazione comunale prevede, quindi, tra gli altri interventi programmati, la realizzazione di una piscina coperta meglio definita come centro natatorio polifunzionale, al fine di completare i servizi offerti e di proporre una struttura che migliorasse le condizioni di vita non solo dei cittadini della città di Avellino ma anche dei comuni limitrofi (bacino d'utenza).

In una diversa ottica, la costruzione dell'opera deve servire per creare i presupposti per lo sviluppo economico e occupazionale della città. L'unico problema che impediva all'amministrazione di realizzare questa costruzione era determinata dalla insufficienza dei fondi disponibili.

La soluzione al problema è offerta dalla legge 109/94 che consente di coinvolgere nella realizzazione di un'opera pubblica imprenditori privati sia per la costruzione che per la gestione dell'infrastruttura, dal momento che si tratta di un'opera calda: l'amministrazione decide di concretizzare ciò che aveva programmato provvedendo ad individuare anche un lotto di terreno di circa 12.000 mq, di proprietà del Comune, su cui poteva sorgere la struttura, circostanza questa che ha evitato una serie di problemi legati all'esproprio per pubblica utilità, poiché in tal caso, sarebbe stato necessario prevedere al pagamento di

6. Comune di Avellino - Assessorato finanza di progetto e servizi in concessione, La piscina *in project-finance*, pag. 7.

ulteriori indennizzi ai proprietari dei terreni espropriati.

Si arriva così al 2001, anno in cui si inizia concretamente a realizzare quanto programmato. Il processo attraverso il quale si è definito il modello operativo della finanza di progetto del Comune di Avellino si sviluppa in sette fasi che di seguito si analizzeranno brevemente.

**Fase 1: ricezione delle proposte** Entro il 30 giugno 2001 sono presentate due proposte: una da parte della Polisportiva S. Antimo e l'altra dalla ICOS Sporting Club. Si provvede altresì ad effettuare una prima analisi dei progetti presentati (ai sensi dell'artt. 37 – bis e ss. della Merloni – ter), al fine di verificare la rispondenza delle proposte alla normativa di riferimento nonché alle prerogative fissate nella programmazione triennale dell'Amministrazione.

**Fase 2: valutazione delle proposte** Si identificano i parametri di valutazione delle proposte ricevute, sia sotto il profilo economico-finanziario, sia sotto quello gestionale. Il primo profilo intende valutare la qualità progettuale, i costi di gestione e di manutenzione, le tariffe e ogni altro elemento utile alla valutazione. Sotto il profilo gestionale, invece, la valutazione è tesa a fissare alcune richieste da parte dell'Amministrazione, quale corrispettivo del diritto di superficie sul terreno. In pratica, la gratuità del diritto di superficie comporta l'obbligo del gestore di assicurare servizi sociali, come la fruizione gratuita dei servizi da parte di talune categorie di utenti e in determinate fasce orarie, nonché l'assunzione di alcuni cd. Lavoratori Socialmente Utili. In un passaggio successivo (il termine fissato dall'art. 37 – ter è il 31 ottobre) si provvede all'analisi delle proposte ricevute, al fine di accertarne la rispondenza alla normativa ed al pubblico interesse. La scelta del promotore cade sulla Polisportiva S. Antimo non solo per la qualità della proposta ma anche perché la sua natura di organizzazione sportiva può garantire ulteriormente la realizzazione dell'opera grazie alla possibilità di rivolgersi all'Istituto del Credito Sportivo.

**Fase 3: bando di gara** Ai sensi dell'art. 37 – quater della Merloni – ter, sono definite le linee guida, rispondenti alle effettive necessità del Comune, per la redazione del bando di gara, nonché tutti gli altri obblighi, non ultimo il versamento della cauzione.

**Fase 4: selezione ed affidamento in concessione** Poiché nessuna impresa ha presentato offerta, entro lo spirare del termine fissato dal bando, risulta aggiudicatario della concessione il soggetto promotore che provvede a costituire la società di progetto.

**Fase 5: approvazione progetto definitivo/esecutivo** Il 19.8.2002 è convocata una conferenza dei servizi ex art. 7 della legge 109/94, come modificato dall'art. 1, comma 4-sexies della legge 549/95, per l'acquisizione di intese, pareri, concessioni, autorizzazioni, licenze, nulla osta e assensi, comunque denominati, al fine dell'esecuzione di lavori pubblici. Successivamente si provvede all'acquisizione dei pareri dall'A.S.L. AV/2 e dal C.O.N.I. Il 29 novembre 2002 viene emanata la determina dirigenziale con la quale si approva il progetto esecutivo.

**Fase 6: esecuzione lavori** Il 9 dicembre 2002 l'area su cui deve sorgere il complesso polifunzionale è consegnata al concessionario e contemporaneamente si dà luogo all'inizio dei lavori. In questa fase si provvede altresì a riformulare il cronogramma dei lavori, al fine di assicurare il completamento dell'opera entro il 30 aprile 2004, termine previsto per l'ultimazione dei lavori.

**Fase 7: gestione dell'opera e trasferimento all'ente pubblico** Nulla si può dire al riguardo, in quanto essa si riferisce ad un momento successivo all'ultimazione dei lavori ed all'entrata in funzione della struttura.

La convenzione stipulata con il concessionario prevede, tra le altre condizioni, l'attribuzione, a titolo gratuito, del diritto di superficie dell'area su cui dovrà essere costruita l'opera per 30 anni, gli obblighi in ordine al collaudo ed al rilascio dei permessi e delle autorizzazioni, le tariffe applicate all'utenza e le agevolazioni per società sportive ed altre categorie. Soprattutto sono disciplinate le ipotesi di risoluzione del rapporto e le conseguenze sul complesso immobiliare al fine di tutelare l'Amministrazione stessa.

Prima di procedere all'analisi sintetica del piano economico-finanziario redatto dal promotore, è necessario innanzitutto comprendere la tipologia di impianto che si sta realizzando.

La proposta progettuale consiste nella ideazione di un centro natatorio polifunzionale, comprendente una vasca per adulti delle dimensioni di m. 34,50 x 21,00 dotata di ponte mobile in grado di ridurne le dimensioni e renderla usufruibile anche a portatori di *handicap*, una vasca di più modeste dimensioni per *acquagym*, nonché una piccola vasca dedicata ai bambini attrezzabile con scivoli nei periodi estivi e per idromassaggi. Su di un lato della struttura sono previsti degli spogliatoi sia per gli utenti che per gli istruttori; saranno costruite anche una palestra e un ambulatorio con pronto soccorso. All'interno del centro, sono altresì previsti una scuola di nuoto, un polo di riabilitazione motoria, delle strutture che consentono di praticare altri sport (calcetto, tennis, palla a mano), attività fisica per la cura del corpo (palestra e *beauty farm*), attività creative, ludiche, di ristoro ed in generale del tempo libero. I servizi che saranno offerti, non consentono alcun paragone della struttura che sarà realizzata con altre già esistenti sul territorio che invece consentono di svolgere solo un'unica attività sportiva (il nuoto), senza prevedere servizi aggiuntivi.

Il centro polifunzionale, quindi, grazie alla sua attrazione commerciale (diversificazione dell'offerta), dovrebbe garantire un adeguato flusso di cassa per l'intero periodo della durata della concessione, anche considerando che alcuni servizi offerti, quale ad esempio quello di attività riabilitativa, hanno un mercato particolare qual è quello riferibile al Servizio Sanitario Nazionale: la stipula delle convenzioni con le ASL, da un lato, contribuirà alla saturazione delle attività del centro e, dall'altro, contribuirà a ridurre i costi di gestione per le stesse ASL, che non dovranno più far ricorso a fisioterapisti domiciliari nell'ipotesi di pazienti non impossibilitati alla deambulazione presso il centro polifunzionale.

La predisposizione del **piano economico finanziario**, asseverato senza eccessive difficoltà dalla banca, muove da una serie di considerazioni sull'attività sportiva prima riferita all'intero territorio nazionale, poi proiettata a livello regionale. Tale procedimento ha consentito di stimare l'utenza potenziale e, quindi, il fatturato potenziale. Un punto di forza che consente di validare le stime effettuate è quello relativo all'esperienza specifica posseduta dal promotore/concessionario (società sportiva): ciò fa presupporre che gli altri servizi a corredo della struttura sportiva, quali i servizi ricreativi e di ristoro, siano affidati a terzi esperti nelle relative gestioni, per cui nell'elaborazione del piano economico-finanziario non si tiene conto dei flussi generati da tali servizi ma viene considerato il canone percepito dalla locazione delle strutture. Le previsioni riguardanti i ricavi di esercizio sono elaborate considerando i potenziali utenti della struttura, identificati da tutte le persone dai tre anni in su: si ritiene che il fabbisogno esista e che sia anche sufficientemente elevato. Tali previsioni sono formulate partendo da dati tratti da indagini statistiche a carattere nazionale opportunamente segmentate secondo le preferenze del consumatore del territorio di riferimento e che hanno contribuito a delineare un mercato obiettivo a cui la struttura deve interessarsi: da questo, poi, attraverso un passaggio successivo, si determina una quota di questo acquisibile dal centro polifunzionale in virtù della sua capacità di divenire un'attrattiva per un'ampia gamma di soggetti.

I punti di forza del progetto emersi durante l'analisi effettuata e che ne hanno consentito l'asseverazione del relativo piano economico finanziario sono sintetizzabili nei seguenti:

- l'unicità dell'impianto - in tutta l'area geografica, infatti, non esistono impianti sportivi come quello proposto e né sorgeranno, poiché l'Amministrazione si è impegnata a non costruire o far costruire altri impianti analoghi sul territorio;
- la diversificazione dell'offerta - i servizi offerti dall'impianto (ristorazione, servizio parcheggio, ecc.) sono tra loro coordinati per cui la loro contemporanea presenza aumenta l'attrattività commerciale della struttura che dovrebbe essere percepita come luogo in cui spendere piacevolmente (e, utilmente) il proprio tempo libero;
- la versatilità della struttura - grazie alla copertura apribile, essa la struttura può essere utilizzata in tutte le stagioni, anche nei periodi invernali quando le temperature scendono, anche se di poco, sotto lo zero.

Il vantaggio più consistente, però, lo realizza l'Amministrazione comunale, poiché, attraverso lo strumento della finanza di progetto, riesce a dare ai cittadini una serie di servizi senza gravare sul bilancio del comune.

I costi previsti dal progetto sono sintetizzati nella seguente tabella<sup>7</sup>:

7. Tratto da Comune di Avellino – Assessorato finanza di progetto e servizi in concessione, La piscina in *project finance*.

LAVORI	
Opere edili	€ 2.315.302,73
Impianti meccanici	€ 258.228,45
Impianti elettrici	€ 206.582,76
Depurazione	€ 139.443,36
Campi collaterali	€ 103.291,38
Sistemazione esterne	€ 475.140,35
<b>Totale (A)</b>	<b>€ 3.497.989,03</b>

SOMME A DISPOSIZIONE DELL'AMMINISTRAZIONE	
Spese tecniche e generali	€ 419.882,63
IVA lavori 10%	€ 349.798,90
IVA su spese 20%	€ 83.976,53
Allacciamenti ed imprevisti	€ 51.645,70
<b>Totale (B)</b>	<b>€ 905.303,76</b>

**TOTALE (A+B) € 4.403.292,79**

La strutturazione del piano di fattibilità economico finanziario è stata effettuata tenendo conto i seguenti aspetti:

- il piano è stato redatto assumendo un valore della moneta costante;
- il periodo di riferimento è stato impostato in 15 anni, poiché si ritiene che questo periodo sia sufficiente per far rientrare presumibilmente tutte le risorse impiegate per la realizzazione del centro. Poiché la concessione è stata attribuita per 30 anni, i restanti 15 anni dovrebbero consentire al concessionario di realizzare un utile;
- il calcolo degli oneri finanziari è stato effettuato secondo un periodo di ammortamento che è inferiore ai 15 anni;
- il tasso di remunerazione del capitale è pari al 6%. Qualora necessario, però, si potrà far ricorso ai fondi del Credito Sportivo che sono ad un più basso tasso di interesse.

I ricavi prospettici sono determinati in maniera differenziata per le attività gestite direttamente e per quelle, invece, non gestite in tale maniera. Per queste ultime si prevede l'incasso mensile di un canone di locazione differenziato per il ristorante, il bar e la sala convegni.

Per i primi, invece, la stima è effettuata applicando le medie campagne di propensione allo sport al mercato potenziale, per poi arrivare alla quota di mercato – fatturato che rappresenta il punto di partenza delle analisi effettuate. Le medie statistiche disponibili consentono di distinguere i ricavi a seconda della tipologia di servizio offerto; le attività individuate sono:

- piscine;
- attività ricreativa;
- attività riabilitativa;
- attività bambini;
- palestra;

- *Beauty farm*;
- idromassaggi;
- ginnastica;
- calcetto e tennis.

Per ogni singola attività sono stimati i ricavi per ciascuno dei 15 anni presi a base dell'analisi che, sommati ai ricavi ottenuti dalle attività gestite indirettamente, danno i ricavi totali che appaiono nel conto economico del progetto. In particolare, ad eccezione dei ricavi relativi ai servizi accessori, si è applicata una percentuale del mercato potenziale che è di circa il 20% per le attività di tipo sportivo legate alla piscina e di circa il 15% negli altri servizi offerti.

I risultati stimati nella tabella relativa ai ricavi prospettici evidenziano che la capacità di entrata a regime verrà raggiunta oltre il quindicesimo anno di attività, dove si presume che si arrivi alla quota di mercato evidenziata nel processo di segmentazione e pari a circa 1.291.142 euro. Gli stessi ricavi, peraltro, seguono un trend crescente: da circa 381.927 euro del primo anno di attività (81% relativi ad attività gestite in via diretta e 19% da ricavi relativi ad attività non gestiti direttamente) a circa 1.157.770 euro del quindicesimo anno di attività (94% relativi alle attività gestite direttamente e 6% relativi ai servizi gestiti indirettamente). Analizzando la percentuale di composizione dei ricavi relativa al primo e all'ultimo dei periodi presi in considerazione, si denota una costante e progressiva crescita dei ricavi del primo tipo (anche se solo dall'81% del primo anno al 94% del quindicesimo anno): ciò è dovuto anche alla circostanza che essi dipendono dall'evoluzione della domanda, mentre i secondi dall'incasso di un canone di locazione che si presuppone costante durante l'intero periodo preso a base di analisi.

Lo studio di fattibilità presentato da concessionario, evidenzia la capacità dell'opera di generare un adeguato flusso di cassa garantito dalla previsione di un afflusso numeroso, considerato anche l'effetto annuncio che l'opera sta avendo non solo nei confronti dei cittadini di Avellino ma anche dei paesi limitrofi, attratti da una struttura in grado di offrire, specie nel fine settimana, possibilità di trascorrere momenti di svago.

L'analisi del piano economico-finanziario evidenzia le notevoli risorse che dovranno essere investite nella realizzazione del progetto: si tratta sicuramente di un impegno insostenibile per le casse del Comune di Avellino che, a ragione, ha deciso di affidare al capitale privato la costruzione, gestione e manutenzione di un'opera di tale portata che dovrebbe recare significativi miglioramenti all'economia locale.

# Bibliografia

Banca Commerciale Italiana, Ufficio studi ed analisi finanziaria, *L'economia italiana. Tendenze monetarie*, Milano n. 78, 2000

Bisio L., Latella G., *I nuovi ruoli organizzativi in materia di decisioni di investimento ed assunzione dei relativi mutui*, in Pignatti O. (a cura di), "Le politiche di gestione della liquidità e i nuovi strumenti finanziari degli enti locali", Maggioli, Rimini, 2001

Blasi M., Santaniello L., *La valutazione degli investimenti negli enti pubblici*, in "Amministrazione e Finanza", Ipsoa, Assago, n. 8, 1994, pp. 428-436

Bloomfield P., Westerling D., Carey R., *Innovation and risk in a public-private partnership*, Public performance & Management, Sage, London, n. 4, 1994, pp. 460-471

Boccia F., Nigro M., *La finanza innovativa, Boc, Bop, Bor, Swap e mutui: costi ed opportunità per non sbagliare investimento*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2000

Boyfield K., *Private sector funding of public sector infrastructure*, Public Money & Management, Blackwell Publishers, Oxford, n. 2, 1992, pp. 41-47

Braccini V., *Il ruolo del promotore pubblico e privato nelle operazioni di project financing*, sta in Ternau W. (1996)

Cappellini G., Gatti S., *Il settore del project finance in Italia*, Economia&Management, n. 6, 1997

Carnevale R., *Il finanziamento degli enti locali: specificità, rischi e garanzie*, Banche e banchieri, Iceb, Milano, n. 4, 1999, pp. 320-338

Coe C., *Public financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1989

D'Aristotile E., *Finanziamento e contabilizzazione delle spese per progettazione di opere pubbliche*, Azienditalia, Ipsoa, Milano, n. 9, 1998, pp. 59-92

De Siervo F., Ravetta F., Ravetta P., *Qualificazione, progettazione, sicurezza, project financing dopo la Merloni-ter*, Maggioli Editore, 1999

Di Falco G., Salvi A., *Percorsi di innovazione finanziaria nella pubblica amministrazione nel contesto euro*, in "L'euro nell'amministrazione dell'azienda", Atti del convegno AIDEA giovani, Torino, 11-12 dicembre 1998

Epstein M.R., Rattigan T.A., *Il metodo PAYG (Pay As You Go) e il lancio di un prestito obbligazionario: una panoramica dei metodi per il finanziamento delle opere pubbliche*, Problemi di amministrazione pubblica, Il Mulino, Bologna, n. 1, 1992, p. 135-154

Falcone G., *Il finanziamento delle infrastrutture pubbliche: dal fondo perduto al credito di investimento*, Mondo Bancario, Futura 2000, Roma, n. 1, 1996, pp. 39-41

Falini A., *La strategia economico-finanziaria degli enti locali*, Guerini Associati, Milano, 2000

Fattore G., Meneguzzo M., *Metodi di valutazione dei programmi pubblici*, Cuem, Milano, 1997

Ferrari G., *Il project finance: principi giuridici*, Convegno OSPA, Università Bocconi, aprile

Gold D., *Private finance and local government*, Public Money & Management, Blackwell Publishers, Oxford, n. 3, 1994, pagg. 4-5

Gorelli C., Piacentini P. M., Rostirolla P., *Il project financing e il finanziamento delle opere pubbliche*, Roma, Bancaria editrice, 1995

Gracili R., Gracili L., Menali V., *Problemi del project financing per gli investimenti degli enti locali*, Studi e note di Economia, 3, 1997

Gray A., *Private finance initiative*, Public money & Management, Blackwell Publishers, Oxford, n. 3, 1994, pp. 4-5

Grote B., Seltzer D., *Public-Private partnership*, Public Manager, the Bureaucrat, Potomac, n. 4, 1998-1999, pp. 17-19

Hewitt C., *Complexity and cost in PFI schemes*, Public money & Management, Blackwell Publishers, Oxford, n. 3, 1997, pagg. 7-9

- Imperatori G., *Il project financing: una tecnica, una cultura, una politica*, Milano, Il Sole 24 Ore Libri, 1995
- Lacava M., Solustri C., *La pianificazione degli appalti. Tecniche di project management per le opere pubbliche*, Roma, NIS, 1995
- Meneguzzo M., *Managerialità, innovazione e governance. La Pubblica Amministrazione verso il 2000*, Roma, Aracne, 1999
- Nicoletti G., *Il finanziamento degli investimenti nelle aziende speciali*, Azienditalia, Ipsoa, Milano, n. 12, 1996, pp. 910-914
- Nigro M., *Il project finance. Prospettive di applicazione in Italia*, Guida agli Enti Locali, 1, 1999
- Passacantando F., *Finanziamento delle opere infrastrutturali: ruolo ed orientamento della Banca Mondiale*, Rassegna Economica, Banco di Napoli, Napoli, n. 2, 1999, pp. 285-295
- Petersen J.E., Strachota D.R., *Local government finance*, Government Finance Officers Association, Chicago, Illinois, 1997
- Pezzani F., *Nuovi strumenti finanziari nella gestione degli enti locali*, Economia & Management, n. 3, 2000
- Pignatti O., *Le politiche di gestione della liquidità ed i nuovi strumenti finanziari degli enti locali*, Maggioli, Rimini, 2001
- Puddu L., *La ragioneria pubblica: il bilancio degli Enti Locali*, Giuffrè, Milano, 2001
- Putnam R., *La tradizione civica nelle regioni italiane*, Mondadori, Milano, 1993
- Salvi A., *Finanziamento degli investimenti pubblici, Contabilità: finanza e controllo*, Il Sole 24 Ore, Milano, n. 12, 1999, pp. 1159-1171
- Tamburi G., Salvato G., *Privatizzare con il projet financing. Tecniche, evoluzioni normative, esperienze e proposte per finanziare le opere pubbliche in uno Stato senza soldi*, Cespep, Roma, 1994
- Ternau W., (a cura di), *Project financing: aspetti economici, giuridici, finanziari, fiscali e contrattuali*, Milano, Angeli, 1996
- Terry F., *The private finance initiative, Overdue reform or policy breakthrough*, Public money & Management, Blackwell Publishers, Oxford, n. 1, 1996, pp. 9-16

Varini M., *Impianto sportivo realizzato con devoluzione al comune: il caso di Reggio Emilia*, Azienditalia Finanza & tributi, Ipsoa, Milano n. 20, 2000, pp. 1169-1171

Varotto M., *Programmi e risorse comunitarie per gli enti locali dal 2000 al 2006*, Ipsoa, Milano, 2001

Zucchella A., *Progetti di investimento ed innovazione strategica, organizzativa e finanziaria*, Giuffrè, Milano, 1996



Finito di stampare nel mese di aprile 2003  
dalla Rubbettino Industrie Grafiche ed Editoriali  
per conto della Rubbettino Editore Srl  
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)

## ANALISI E STRUMENTI PER L'INNOVAZIONE

### VOLUMI GIÀ PUBBLICATI

#### I MANUALI

##### **Ripensare il lavoro pubblico**

Come gestire le risorse umane e la contrattazione nelle amministrazioni pubbliche  
*Aprile 2001*

##### **Semplifichiamo**

Guida alle novità del testo unico sulla documentazione amministrativa  
*Aprile 2001*

##### **Manuale operativo per il controllo di gestione**

*Novembre 2001*

##### **Lavoro pubblico e flessibilità**

*Aprile 2002*

##### **Benessere Organizzativo**

Per migliorare la qualità del lavoro nelle amministrazioni pubbliche  
*Aprile 2003*

##### **Il call center nelle amministrazioni pubbliche**

Migliorare la gestione dei contatti con i cittadini  
*Aprile 2003*

##### **La customer satisfaction nelle amministrazioni pubbliche**

Valutare la qualità percepita dai cittadini  
*Aprile 2003*

##### **Strumenti per la pianificazione integrata del cambiamento nelle amministrazioni pubbliche**

*Aprile 2003*

##### **Guida operativa alle sponsorizzazioni nelle amministrazioni pubbliche**

*Aprile 2003*

#### GLI APPROFONDIMENTI

##### **La valutazione dei costi e benefici nell'analisi dell'impatto della regolazione**

*Ottobre 2001*

##### **La consultazione nell'analisi dell'impatto della regolazione**

*Novembre 2001*

##### **Il controllo di gestione nelle amministrazioni centrali**

Esperienze italiane e internazionali a confronto  
*Aprile 2002*

#### I RAPPORTI

##### **URP on line**

Indagine sullo stato di attuazione degli Uffici per le relazioni con il pubblico  
*Settembre 2001*

#### LE ESPERIENZE

##### **La valutazione e la retribuzione delle prestazioni**

Esperienze e materiali  
*Aprile 2001*

##### **L'analisi di impatto della regolazione in prospettiva comparata**

*Ottobre 2001*

##### **Il controllo di gestione nell'amministrazione finanziaria dello Stato: l'esperienza dell'Agenzia delle entrate**

*Settembre 2002*

#### LE PROPOSTE

##### **Proposte per il cambiamento nelle amministrazioni pubbliche**

*Aprile 2002*

La collana "Analisi e strumenti per l'innovazione" nasce per rendere disponibili a tutti coloro che sono interessati dai cambiamenti che riguardano le amministrazioni pubbliche, in primo luogo agli operatori pubblici, gli strumenti di azione e di conoscenza del Programma Cantieri.



Cantieri è un'iniziativa del Dipartimento della Funzione Pubblica, realizzata in collaborazione con partner pubblici e privati, per accelerare e dare concretezza ai processi di innovazione nelle amministrazioni pubbliche.

La collana comprende:

**I MANUALI**, che contengono *linee guida e metodi di intervento* accompagnati da *esempi di realizzazioni*;

**GLI APPROFONDIMENTI**, che propongono *studi di caso e riflessioni su argomenti* di interesse particolare;

**I RAPPORTI**, che presentano analisi basate sulla raccolta di dati, sia qualitativi, sia quantitativi, per far conoscere e comprendere le trasformazioni che riguardano le pubbliche amministrazioni;

**LE ESPERIENZE**, che raccolgono *casi nazionali ed internazionali* con cui confrontarsi;

**LE PROPOSTE**, che contengono strategie e politiche per il cambiamento nelle amministrazioni pubbliche.