



“L'economia tra federalismo e globalizzazione”

**STRESA 18 - 19 OTTOBRE 2008
Hotel Regina Palace
Stresa**

**Economia, finanza territoriale e fiscalità federale
18 ottobre 2008
Intervento di Marco Nicolai**

Sommario

PREMESSA	3
DATI SULL'EVOLUZIONE DEL DEBITO NEL TEMPO	4
DEBITO E PATTO DI STABILITÀ	6
AUTONOMIA E FEDERALISMO: QUALI SPAZI PER UNA RIMODULAZIONE DEL PATTO DI STABILITÀ INTERNO	8
FINANZA INNOVATIVA O FINANZA FUORI BILANCIO?	10
EVOLUZIONE NEGLI ANNI DEGLI STRUMENTI	10
OBBLIGAZIONI	10
DERIVATI.....	14
PROJECT FINANCING	17
CARTOLARIZZAZIONI	21
FONDI IMMOBILIARI E FONDI MOBILIARI	24
AUTONOMIA STRUTTURATA FINANZIARIA E FINANZA INNOVATIVA : QUALI COMPETENZE E QUALI PRESIDI ORGANIZZATIVI PER GESTIRLI	29

PREMESSA

Nel corso dell'ultimo decennio è possibile evidenziare come si sia operato per **il passaggio da un sistema di finanza derivata ad un sistema di finanza decentrata**, in cui Regioni, Province e Comuni sono stati dotati di crescenti responsabilità nell'erogazione di servizi alle proprie comunità di riferimento e contestualmente i trasferimenti nel finanziamento delle autonomie locali sono risultati in progressiva contrazione, legando sempre più la finanza delle amministrazioni locali alle entrate tributarie e extratributarie proprie.

Il passaggio da un sistema di finanza derivata a uno di **gestione autonoma degli equilibri economico-finanziari è però ancora un'utopia**. Per quanto riguarda le entrate fiscali il **calvario è iniziato oltre 15 anni, è poi** passato ai **decreti 56/2000 e 267/2000** fino all'inizio del ciclo attuativo degli articoli 116-119 della Costituzione dopo una **tormentata riforma costituzionale** conclusasi a colpi di "stop and go" **nel 2001 con la riforma del titolo V** per approdare finalmente al **disegno di legge in materia di federalismo fiscale**, che dovrebbe dare attuazione alla riforma costituzionale. Tuttavia siamo solo ad un federalismo all'inizio del suo cammino e fino ad oggi i risicati spazi di manovra sono stati ulteriormente compressi da interventi straordinari come il decreto taglia spesa del 2003 o il blocco della fiscalità locale per il quadriennio 2003-06 oppure ancora da una molteplicità di vincoli che gravano sull'autonomia nella gestione finanziaria.

Nonostante le dichiarazioni, il crescente peso delle entrate proprie per le amministrazioni locali si è concretizzata **solo in parte in una accresciuta autonomia reale e gli spazi di manovrabilità e discrezionalità nelle politiche tributarie sono stati fino ad ora limitati**. E' per questo che gli Enti locali e territoriali hanno progressivamente **cercato delle modalità alternative di finanziamento**.

Paradossalmente ci si trova dopo anni caratterizzati da **reiterate istanze federaliste** in una situazione in cui **le amministrazioni territoriali, condizionate da una pluralità di vincoli e impedimenti a volte eccessivamente rigidi e talvolta contraddittori**, godono di un'**autonomia minore** nell'assunzione del debito **rispetto** agli spazi di manovra di cui godevano **prima della centralizzazione operata negli anni '70 e '80**.

Del resto le **emissioni obbligazionarie** non sono un'innovazione nel contesto italiano degli anni '90 tanto che le prime esperienze risalgono agli anni '30 allorché il **regio decreto 3 marzo 1934, n. 383** rese possibile, per i Comuni e le Province, effettuare emissioni obbligazionarie con collocamento all'estero sulla base di apposite autorizzazioni del Ministero degli Interni. Le emissioni di prestiti obbligazionari sono proseguite anche negli anni '60 e '70 **sino** alla grave crisi

della finanza locale e **all'esplicito divieto di indebitamento contenuto nell'articolo 1 della legge del 27 febbraio 1978, n. 43 (cd legge Stammati).**

Lo stesso si può dire **del project financing che ha un'antesignana esemplificazione**, prima in Europa, nel **finanziamento della Milano Laghi, la cui ideazione risale ai primi anni '20** e la cui progettazione si fondava sull'idea di rifarsi al modello dell'Istituto delle concessioni ferroviarie. Quest'ultimo prevedeva che il concessionario si impegnasse a costruire l'infrastruttura e a gestirla e che in compenso percepisse i pedaggi e riscuotesse gli introiti da eventuali altri utilizzi. Lo Stato, al termine della concessione cinquantennale, ne sarebbe diventato proprietario.

Liberare la leva fiscale senza liberare spazi di manovra per la leva del debito servirà a poco.

Nel modello di finanziamento USA abbiamo visto interpretare la leva fiscale non come strumento di partecipazione dei cittadini al *welfare* pubblico, leggero o pesante che sia, (una sorta di onnivora unica fiscalità generale), ma come restituzione al pubblico, sia in un singolo progetto che in un programma che coinvolge un'intera macrocomunità, di una quota di reddito indotto dagli investimenti che lo stesso ha anticipato per la collettività. Ma in questo modello l'attualizzazione di flussi fiscali futuri o la loro combinazione nel tempo trova nella finanza la sua cinghia di trasmissione.

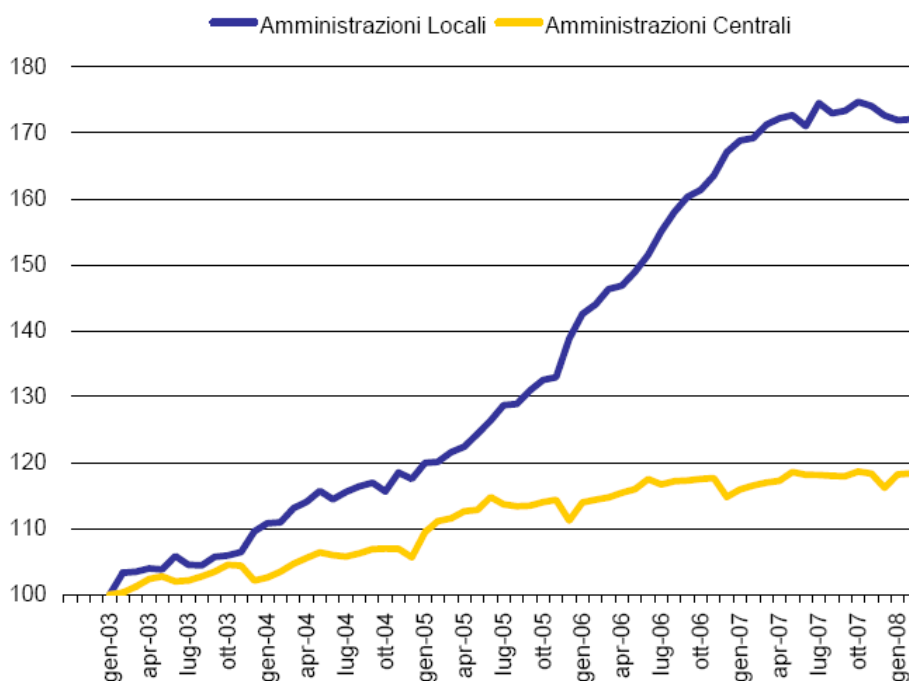
LA LEVA DEL DEBITO

Dati sull'evoluzione del debito nel tempo

Gli anni del federalismo mostrano una crescita sostenuta del **debito locale lungo tutto il quinquennio successivo alla modifica del Titolo V della Costituzione (2001)**: il debito di questi governi del territorio passa, infatti, da poco meno del **3%** sul totale del debito pubblico **nel 2001 al 6,9% nel 2008** (mese di febbraio), con una battuta d'arresto nel 2007 (anno in cui gli enti territoriali si sono indebitati per 7-8 miliardi vs i 18 miliardi del 2006) e tra il 2007 e il 2008 quando è rimasto invariato in quota al Pil, registrando una crescita in valore assoluto di circa 3 miliardi di euro. **A febbraio di quest'anno lo stock di debito presso le Amministrazioni locali si attestava su circa 112 miliardi di euro** (pari al 7,2% del Pil 2007) **contro i 1.512 miliardi delle Amministrazioni centrali** (pari al 98,5% del Pil 2007).¹

¹ Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati MEF – giugno 2008

Grafico 1 - Evoluzione debito amministrazioni centrali vs territoriali



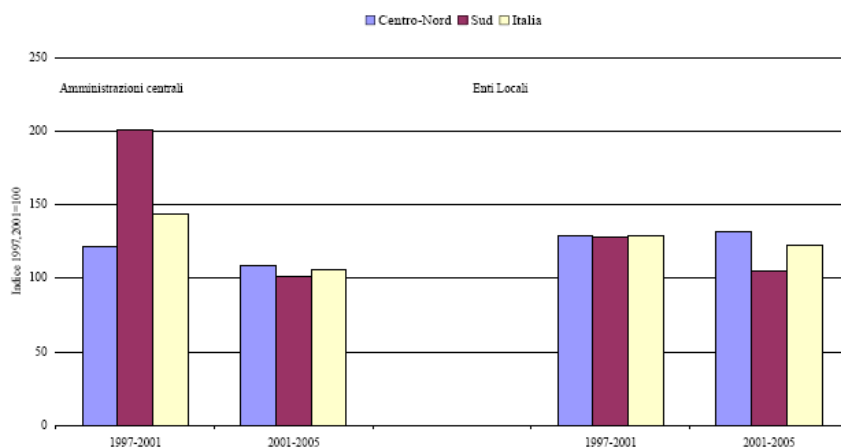
(*) Al netto dei depositi presso la Banca d'Italia. Indice gennaio 2003=100

Nel periodo 2002-06, il debito delle Amministrazioni locali è passato da 65 a 108 miliardi di euro registrando una crescita di circa il 70% e con una variazione dell'incidenza sul Pil di 2 punti percentuali (dal 5,3 al 7,3%) - i dati comprendono tutto il debito degli enti territoriali. La crescita dell'indebitamento si è concentrata soprattutto nel biennio 2005-2006 - lo stock di debito locale è aumentato di circa 1,8 punti percentuali in quota al Pil (in valore assoluto circa 32 miliardi di euro) - anni particolarmente critici per la finanza locale e nei quali si sono concentrati il blocco totale dell'autonomia fiscale e l'emergere di forti pressioni sulla spesa di pertinenza delle amministrazioni territoriali, soprattutto per ciò che concerne la sanità, l'assistenza e gli investimenti. Le motivazione della battuta d'arresto dell'indebitamento delle amministrazioni locali nel 2007 potrebbero essere rintracciate non solo nei vincoli del **patto di stabilità interno**, bensì anche in una frenata delle **cartolarizzazioni dei crediti sanitari con delegazione di pagamento delle Regioni** - dopo l'intervento EUROSTAT - e **delle operazioni collegate agli strumenti derivati** - dopo il blocco del Ministero dell'Economia-.

Se ci volessimo concentrare sulla **spesa per investimenti**, confrontando la situazione pre e post riforma del Titolo V, i dati a disposizione ci dicono che, mentre nel periodo 1996-2001 la spesa per investimenti a livello statale è preponderante, nel periodo 2001-2005, in un contesto di riduzione della spesa a livello centrale, quella dei Comuni non è cresciuta in modo proporzionale.

Grafico 2 - La spesa per investimenti pubblici prima e dopo il federalismo

La spesa per investimenti pubblici prima e dopo il federalismo



Fonte: dati IFEL – Istituto per la Finanza e l’Economia Locale

Debito e patto di stabilità

Il combinato disposto del passaggio **da una finanza derivata ad una finanza autonoma** con la **contrazione dei trasferimenti dello Stato** ha determinato un **incremento dell’esposizione debitoria** degli enti territoriali. Le motivazioni di ciò sono da rintracciare nella **mancanza di una progressiva evoluzione dell’autonomia impositiva**: le amministrazioni territoriali, a fronte di una regressione dell’impegno finanziario governativo sul territorio e all’avanzare della richiesta di servizi da parte dei cittadini promossa dall’attribuzione di molte deleghe, non hanno potuto che farvi fronte assumendo maggiori impegni debitori nelle diverse forme che la normativa permetteva.

Le asimmetrie temporali tra l’evoluzione di un federalismo amministrativo e un federalismo fiscale hanno indotto un incremento del debito pubblico e progressivamente **allertato gli organi** di controllo di organismi indipendenti - come la Corte dei Conti - o governativi, affinché **si vigilasse sullo stato di stabilità della finanza pubblica.**

Così una pioggia di controlli, monitoraggi, richieste di comunicazione e una molteplicità di vincoli relativamente a pressoché tutti gli aspetti della vita finanziaria e amministrativa di un ente locale sono stati implementati nel tempo. Solo per ricordarne alcuni si possono citare: **il Patto di Stabilità interno, il controllo della Corte dei Conti anche ai sensi dell’art.1, commi 166 ss della legge 266/2005 (finanziaria 2006), il conto annuale dello Stato da inviare alla Ragioneria**

generale dello Stato, **le verifiche ispettive di questo organo**, i limiti alla **spesa del personale e alle collaborazioni esterne**, i limiti al ricorso al mercato finanziario e agli strumenti derivati, i **nuovi limiti** imposti dalla finanziaria 2008 (l.244/2007) **in materia di spese per consumi intermedi, di costi della politica e della possibilità di creare società partecipate** etc.

Un sistema di **controlli e vincoli disordinato, e a volte, mi si conceda, irrazionale**, istituito da finanziare e decreti, **novellato in continuazione**. Un sistema ridondante e complesso da apparire **tanto vessatorio per i comuni più rispettosi della disciplina** quanto **inefficace perché soggetto ad espedienti e sanatorie per le amministrazioni meno rispettose**.

Ma l'aspetto più preoccupante è che questo sistema, oltre che risultare costituzionalmente conflittuale con l'autonomia finanziaria degli enti, si è dimostrato **del tutto inefficace nel prevenire situazioni di default** e i recenti accadimenti del Comune di Taranto e della Regione Lazio ne sono una sufficiente evidenza.

Una riflessione a sé merita il Patto di Stabilità, che sicuramente **non rappresenta uno strumento utile a prevenire le crisi finanziarie**, perché il suo formale rispetto non garantisce che l'ente sia in reali condizioni di stabilità finanziaria, né peraltro la sua violazione rappresenta necessariamente una situazione di difficoltà strutturale lesiva degli equilibri patrimoniali e finanziari. Il patto risulta esclusivamente uno strumento volto a coinvolgere gli enti locali nel perseguimento degli obiettivi concordati per i conti pubblici in sede Europea e non può essere considerato un attestato di salute finanziaria.

Maastricht, con la firma del trattato nel febbraio del 1992, origina gli impegni che porteranno ad assumere il Patto di Stabilità e da questo il Patto di Stabilità interno, per noi come per altre Nazioni. Gli impegni assunti in nome della stabilità monetaria e non di quella finanziaria, hanno infatti in quella sede portato a rivisitare il sistema delle banche centrali, la costituzione della BCE, la clausola di non bail-out (non salvataggio finanziario che vieta alla BCE l'acquisto direttamente di debito pubblico di uno stato membro) e i criteri di convergenza che condizionavano l'ingresso nella moneta unica a partire dal 1999. Con il **Patto di Stabilità e Crescita firmato ad Amsterdam il 17 giugno del 1997** e i **regolamenti del consiglio che lo hanno seguito (7 luglio 1466/97 e 1467/97)** gli impegni del trattato hanno forza di legge per gli Stati membri e quindi natura cogente nei loro confronti. **Così temendo l'early warning** - un timore tanto più rilevante quanto meno peso politico si ha sulla piazza europea e quanto meno debito pregresso grava sui propri bilanci - che precede i provvedimenti per i disavanzi eccessivi, **ogni Stato ha normato al proprio interno le regole per rispettare gli impegni comunitari**.

Sarebbe da augurarsi che lo **Tsunami finanziario** che imperversa sulla scena internazionale porti l'**ECOFIN a proporre al Consiglio Europeo**, come già fatto nel 2005, **una rivisitazione del Patto di Stabilità e Crescita**. Del resto dell'esigenza di riformulare il patto se ne sente l'urgenza non solo per lo scenario degli equilibri finanziari dei mercati, bensì **anche perché lo stesso ha dimostrato limiti significativi**: 5 degli originari partner comunitari, infatti, sono soggetti alla procedura per i disavanzi eccessivi e solo un modestissimo numero ha raggiunto il pareggio di bilancio.

Tornando al Patto di Stabilità interno, inizialmente normato con la legge 448 del 1998 (finanziaria 1999), la sua rimodulazione annua merita di essere analizzata per capire il grado di pervasivo condizionamento che ha creato sulle amministrazioni territoriali, sulla loro possibilità e libertà di assumere debito e sulla salvaguardia dei loro equilibri finanziari. Ebbene **fin dal 1999 nelle sue nove declinazioni annuali** (art.30 L.488/99, art.53 L. 388/00, art.24 L. 448/01, art.29 L. 289/02, art.3 co. 60 L. 350/03, art.1, co. 21-41 L. 311/04, art.1 co.138-150 L. 266/05, e art. 1 co. 557-562 L. 296/2006) **l'orientamento del legislatore ha assunto posizioni diverse sia per quanto attiene i soggetti coinvolti sia per gli obblighi da rispettare**.

Si è resa progressivamente **più larga la platea delle amministrazione coinvolte**, (da ultimo, con la finanziaria 2008 si applica anche ai Comuni di 3000 abitanti), si è passati **da un controllo del saldo tra entrate e spese prima finanziario (2003) e poi corrente (2004) a un controllo sulle sole spese sia correnti che in conto investimento**, da un **controllo della gestione di competenza ad un controllo anche sulla gestione di cassa (2005)**, il tutto con una contestuale **intensificazione del sistema sanzionatorio e la moltiplicazione degli organi di verifica**.

In sostanza, si è **mutilata la possibilità di manovra sul piano programmatico** e attuativo degli enti territoriali. L'effetto più rilevante di questo approccio è proprio **la penalizzazione degli investimenti in conto capitale che sono caratterizzati dall'esigenza di prendere impegni nel medio termine**, da tiraggi finanziari discontinui nel tempo che alternano picchi a contrazioni, e, in alcuni casi, da flussi finanziari non facilmente governabili perché sintesi di una molteplicità di fattori connessi all'iter di realizzazione di un'opera..

[Autonomia e federalismo: quali spazi per una rimodulazione del patto di stabilità interno](#)

Forse sarebbe utile cominciare a **far evolvere il Patto di Stabilità** per assimilarlo ad una garanzia di stabilità finanziaria promotore di un adeguato giudizio di rating, così che esprima i suoi vincoli non tanto in funzione delle variabili che incrementano o decrementano rispetto al passato, ma in funzione di elementi che sono forieri di instabilità patrimoniale finanziaria. **Un patto che sia una proxy indiretta del rating di un ente territoriale**. In assenza di una rivisitazione del patto in questa logica dei ben 5.756 Comuni su 8.103 che sono soggetti al patto, molti prendono e pochi

danno e il patto di stabilità diventa **una ulteriore camera di compensazione tra chi nel “treno Italia” fa la locomotiva e chi il vagone.**

Si potrebbe anche sviluppare un patto di stabilità consolidato, dove **territori dalla significativa coesione economico - sociale**, condizionati dalle reciproche esternalità degli investimenti e dai potenziali fattori di crisi al di là dei confini amministrativi e delle relative soggettività istituzionali, **assumono in dimensione solidale i vincoli del patto di stabilità** e altrettanto **solidalmente gli impegni per rispettare questi vincoli.**

FINANZA INNOVATIVA O FINANZA FUORI BILANCIO?

Evoluzione negli anni degli strumenti

Numerosi sono stati negli ultimi 10 anni i provvedimenti che hanno ampliato le possibilità di finanziamento, gli **strumenti e le soluzioni di finanziamento utilizzabili da parte delle amministrazioni** locali, ma **numerosi sono stati anche gli interventi che novellano il quadro normativo che li abilita**, alimentati da lobby che vogliono a piacimento ampliare unidirezionalmente gli spazi applicativi o indotti da ripensamenti volti a relegarne l'applicazione a spazi e modi che ne mortificano l'impiego fino a renderlo insignificante.

Questa è la storia dei derivati, normati con estrema superficialità e con un'apertura a tali modalità applicative da far sembrare, ai malpensanti, che le prime bozze le abbiano suggerite le *investment bank* straniere (che bene conoscono i corridoi ministeriali ancor prima di quelli regionali) e poi sacrificati fino a far pensare che il ripensamento sia stato indotto dalla "gelosia" di qualche player nazionale. **Ma questa è la storia del *project financing*** in cui l'impegno normativo volto ad implementare tale tecnica nel nostro Paese è stato ispirato più dalle naturali istanze di piegare tale modello ai desiderata di alcuni operatori che non dall'interesse a farlo evolvere secondo le *best practice* internazionali.

Quindi con il **1994 e l'abilitazione delle obbligazioni** si aprono le danze seguite dai **fondi immobiliari ad apporto pubblico nel 1995**, dalla **finanza di progetto nel 1998**, dai **derivati nel 2001** e dalle **cartolarizzazioni degli enti locali nel 2002**. Ma se vogliamo fare un elenco della normativa che li ha novellati possiamo tranquillamente superare i 100 interventi normativo-regolamentari .

Obbligazioni

Una prima forma di indebitamento alternativa ai mutui a cui gli enti locali possono ricorrere per finanziare le proprie attività di investimento, fermo restando il rispetto dei parametri di indebitamento, è rappresentata dall'emissione di prestiti obbligazionari. **Nel 1990 la legge quadro di riforma delle autonomie locali (legge 142/1990)** indicava tra le forme di finanziamento autorizzate dalla legge il prestito obbligazionario; ma **solo nel 1994 (legge 724/1994)** e a seguito della pubblicazione nel **1996 del regolamento di attuazione** (D.M. 420 del 5 luglio 1996) è stata disciplinata l'emissione dei prestiti obbligazionari raggiungendo una tappa fondamentale nel

processo di liberalizzazione delle modalità di finanziamento degli investimenti pubblici nelle amministrazioni locali. Un'attenzione ai **tempi attuativi rispetto alle previsioni** declina la velocità del legislatore e va comparata con la **velocità del mercato** per comprendere **con quale autorevolezza si può operare su un mercato con tali asimmetrie temporali nelle rispettive performance.**

Una evidenza della prassi del legislatore volto ad intervenire con **reiterate rimodulazioni della disciplina di questi strumenti è nel caso delle obbligazioni esemplificata dal trattamento fiscale**: per la prima volta modificato ad opera del **decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, introducendo un'imposta sostitutiva (aliquota del 12,50%)** applicata dall'intermediario incaricato della gestione del prestito esclusivamente sui titoli sottoscritti dai soggetti cosiddetti "nettisti"². Successivamente è stato previsto, ad opera della **finanziaria 2000, legge 21 novembre 2000, n. 342, che fosse restituita all'ente emittente una quota di competenza quantificata forfettariamente nel 50%** del gettito teorico dell'imposta stessa calcolato sull'intero ammontare degli interessi passivi generati dal prestito. Poi il regime fiscale, è stato successivamente oggetto di modifica con **l'articolo 1, comma 163 della legge 23 dicembre 2005, n. 266** che ha previsto la **retrocessione da parte dello Stato agli enti emittenti della quota del gettito effettivamente pagata dai sottoscrittori**. In fine la **circolare ministeriale del 20 febbraio 2007 ha previsto l'abolizione del meccanismo di retrocessione di imposta nei confronti degli enti emittenti**. E' chiaro che le diverse risoluzioni volte a modificare il regime fiscale modificano sensibilmente i margini di convenienza per gli enti territoriali a ricorrere a questo strumento piuttosto che ad un tradizionale mutuo, o a ricorre ad emissioni sui mercati internazionali piuttosto che sul mercato domestico. Col risultato che era più conveniente emettere per la Lombardia negli USA, piuttosto che piazzare i propri titoli nel portafoglio dei risparmiatori lombardi (presumo che oggi ne sarebbero più soddisfatti). O con il risultato che una emissione obbligazionaria risulta prima più conveniente di un mutuo Cassa Depositi e Prestiti o di una Banca privata e poi, invece, in assenza della restituzione del credito d'imposta, il rapporto di convenienza ne risulta invertito.

Dalla lettura dei dati emerge come nel 2007 le emissioni obbligazionarie sono calate non a caso in corrispondenza della circolare ministeriale del 20 febbraio 2007, probabilmente rendendo in alcuni casi più conveniente l'accensione di un mutuo della Cassa Depositi e Prestiti.

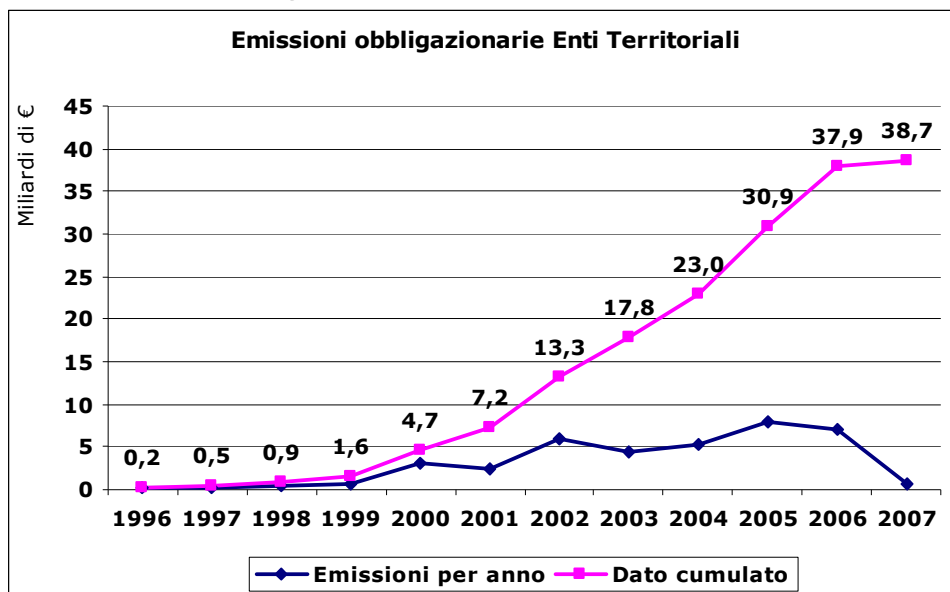
Nonostante ciò le emissioni obbligazionarie hanno rappresentato un fenomeno del *funding mix* degli enti locali, anche se lo parliamo con l'indebitamento degli enti territoriali all'estero. Secondo uno studio di Dexia del 2005 gli enti italiani si sono aggiudicati il primato europeo dei bond locali. In ogni caso l'evoluzione, seppure vede l'Italia in prima linea, non è un fenomeno nazionale poiché in tutta Europa a decorrere dal 1998 e fino al 2003 ben 81 sono stati gli enti

² Si tratta dei soggetti residenti nel territorio italiano che siano persone fisiche, società semplici, società di fatto non esercenti attività commerciali, fondi comuni di investimento, fondi pensione, ecc.

territoriali che hanno emesso eurobond, piazzando titoli sui mercati internazionali per circa 83 miliardi di euro³.

Premettendo che ad oggi non esiste una banca dati ufficiale relativa alle emissioni degli enti territoriali è possibile **ricostruire a partire dal 1996 le emissioni comunali (BOC) e dal 2000 le emissioni provinciali e regionali (BOP e BOR)**. Queste ultime rappresentano al 2007 - **con 21,8 miliardi di euro - il 56,4% del valore dello stock totale di operazioni emesse dagli enti** (pari a 38,7 miliardi di euro), seguiti dai **BOC con il 33,6% (pari a circa 13 miliardi di euro)**. Oggi cumulano un **valore complessivo di circa 39 mld di euro**, dopo aver registrato **un tasso di crescita medio annuo del 60,2%**.

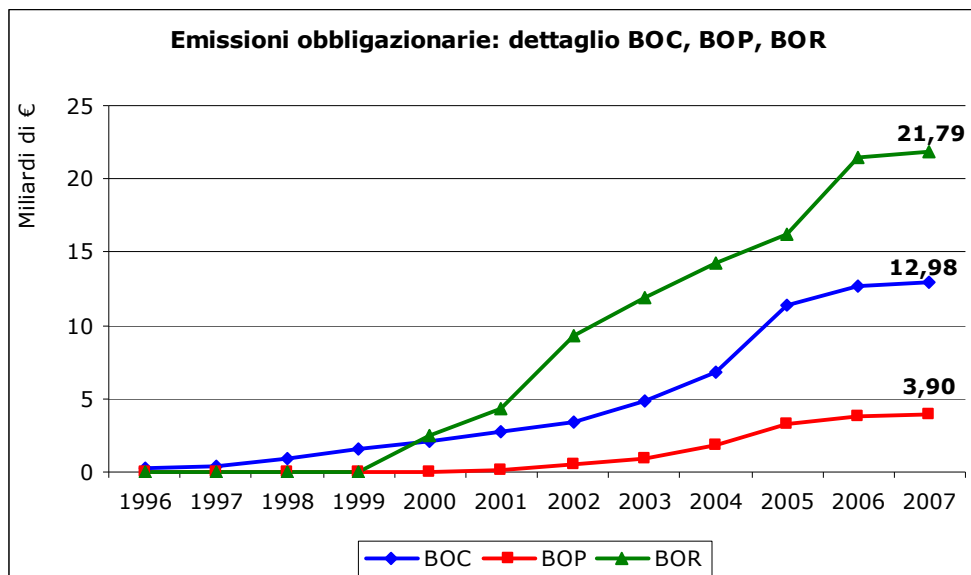
Grafico 3 - Emissioni obbligazionarie Enti Territoriali



Fonte: elaborazione Finlombarda su dati IFEL – Istituto per la Finanza e l'Economia Locale

³ Lo studio Dexia censisce per il periodo precedente 1980-1997 emissioni per 75 miliardi di euro relative a 497 emissioni.

Grafico 4 - Emissioni obbligazionarie: dettaglio BOC, BOP, BOR



Fonte: elaborazione Finlombarda su dati IFEL – Istituto per la Finanza e l’Economia Locale

Può essere utile rilevare che per le obbligazioni, seppur in misura minore rispetto agli altri strumenti finanziari, **prevale comunque un posizionamento più significativo delle regioni del Centro Nord rispetto a quelle del Sud**, tanto che le prime hanno emesso titoli per un ammontare prossimo alla metà del Nord e pari ai 2/3 del Centro.

Tabella 1 -Emissioni obbligazionarie per area geografica (M€)

	Emissioni (M€)	%
Nord	16.858,24	43,6%
Centro	13.043,03	33,7%
Sud	8.772,47	22,7%
Totale	38.673,74	100,0%

Fonte: elaborazione Finlombarda su dati IFEL – Istituto per la Finanza e l’Economia Locale

Le obbligazioni, seppur considerate strumento innovativo dagli enti territoriali, rappresentano pur sempre una forma di indebitamento che incide sui bilanci delle amministrazioni. In più per le amministrazioni di dimensioni ridotte i costi derivanti da tale strumento potrebbero essere eccessivamente elevate. Esistono degli esempi positivi di emissioni obbligazionarie in *pool* (Lazio, Emilia Romagna) grazie alle quali gli enti hanno potuto ottenere condizioni maggiormente convenienti dal punto di vista dei tassi di interesse e avere dei vantaggi in termini di costi legati all’operazione.

Derivati

Quando si parla di obbligazioni non si può omettere la questione “**derivati**”. **Questi sono stati introdotti con la legge finanziaria 2002 (legge n. 448/2001)**, dove è stata **prevista la possibilità per gli enti locali di utilizzare strumenti finanziari derivati nell’ambito di operazioni di ristrutturazione del debito** che consentano una riduzione degli oneri finanziari a favore degli enti stessi. La stessa previsione normativa dispone 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 ammortamento del debito, o previa conclusione di swap per l’ammortamento del debito”.

Solo due anni dopo viene emanato il decreto ministeriale 389/2003 che, nel confermare la possibilità di realizzare operazioni relative a strumenti derivati, prevede alcuni vincoli:

- **la forma da utilizzare è quella del plain vanilla** ossia del modello più semplice consistente nello scambio di flussi di tassi fissi di interesse in flussi di tassi di interesse variabili;
- che la struttura base può essere integrata tramite acquisto di un cap (tasso massimo applicabile all’ente) o di un floor (tasso minimo applicabile) o di entrambi (cap+ floor = collar);
- che **l’up-front non può essere superiore all’1% del capitale nozionale** delle passività sottostanti;
- che i tassi di interesse presi a base devono essere agganciati ai parametri monetari in uso nell’area dei paesi appartenenti al gruppo dei sette più industrializzati e non possono contenere delle leve o moltiplicatori (ad esempio due volte l’Euribor);
- che **l’Interest rate swap** può essere realizzato **solo in presenza di passività effettivamente dovute;**
- che non si possono realizzare operazioni derivate riferite ad altre operazioni derivate preesistenti e, nel caso di una variazione delle passività sottostanti (si pensi ad una rinegoziazione), lo strumento derivato può essere riadattato sulla base delle condizioni che non determinano una perdita per l’ente;
- che **gli intermediari con cui si chiudono le operazioni in strumenti derivati devono essere dotati di un adeguato rating certificato dalle agenzie riconosciute a livello internazionale**

Ha fatto poi seguito l'emanazione di una **circolare esplicativa (27 maggio 2004)** del decreto attuativo n.389/2003, applicabile solo alle operazioni effettuate successivamente alla data del 4 febbraio 2004, che fissa alcune norme ai fini della conclusione di operazioni derivate, tra le quali vale la pena ricordare che:

- si raccomanda di verificare **la differenza tra il costo totale di un'emissione bullet e una amortizing**, valutando la relazione tra tale differenziale di costo e il maggior rischio sopportato dall'ente in virtù della costituzione del fondo o dello swap di ammortamento; a questo proposito va tenuto conto che le emissioni bullet, anche se associate ad uno swap di ammortamento, pesano per l'intero ammontare fino alla scadenza ai fini delle rilevazioni Eurostat del debito pubblico, incoraggiando in questo modo emissioni amortizing senza costituzione di sinking fund.
- **le tipologie di derivati permessi sono da intendersi nella forma plain vanilla**, in particolare dagli IRS si intende esclusa qualsiasi forma di opzionalità;
- è autorizzata la conclusione di contratti con controparti con rating concesso da Standard & Poor's, Moody's e FitchRatings, investment grade (rating minimo BBB/Baa), e qualora l'intermediario subisca una riduzione di rating anche di un solo "notch" al disotto di tale livello minimo, le posizioni accese dovranno essere chiuse al più presto.
- (Standard & Poor's; Moody's; Fitch Ratings).

Il vuoto normativo originato dal **ritardo nell'emanare il decreto attuativo n. 389/2003, e la successiva circolare interpretativa del maggio 2004, rispetto alle previsioni della legge n. 448/2001** (finanziaria 2002), ha fornito l'alibi normativo a tutte le inadeguatezze che oggi i media hanno rilevato con stupore. Così un operatore, a fronte di un'emissione obbligazionaria *bullet*, **avrebbe potuto tranquillamente siglare un derivato prevedendo un *sinking fund* che investe in Alitalia**, in modo conforme alla normativa, oppure avrebbe potuto **farsi riconoscere un up front significativo** per rimpinguare gli spazi di manovra sul bilancio.

La legge 27 dicembre 2006, n. 296 ai commi 736-738 dell'articolo 1, ha poi introdotto regole ancora più rigorose in materia di utilizzo di strumenti derivati. In particolare introduce un primo criterio generale che diventa fondamentale per la motivazione degli atti deliberativi degli enti: le operazioni devono essere **finalizzate alla "riduzione del costo finale del debito" e alla "riduzione dei rischi di mercato"** e, mutuando un concetto già espresso con il decreto ministeriale 389/2003, **possono avvenire in relazione a "passività effettivamente dovute"**. L'applicazione del citato principio impone, di fatto, all'ente locale che intende stipulare contratti di Interest Rate Swap, di motivare la scelta dimostrando che l'operazione conferisce una *"maggiore solidità al bilancio"* dell'ente attraverso un minor costo finale delle operazioni, da valutarsi in

termini di bilanciamento tra il costo complessivo e il rischio di mercato. Utile allo scopo potrebbe risultare l'applicazione dell'indice Var (value at risk) che stima, in termini statistici, la perdita di valore potenziale per effetto di variazioni sfavorevoli di fattori (tassi di interesse).

Si aggiunge poi la **circolare del MEF del 22 giugno 2007, n. 6301** dove viene specificato che, poiché **i derivati** sono classificabili come “strumenti di gestione del debito e non come indebitamento”, **agli stessi non sono applicabili le delegazioni di pagamento.**

non sono applicabili le delegazioni di pagamento.

La legge 24 dicembre 2007, n. 244 (finanziaria 2008) ha introdotto ulteriori vincoli prevedendo che i contratti derivati debbano recare le informazioni ed essere **redatti secondo le indicazioni specificate in un decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, da emanare sentite la CONSOB e la Banca d'Italia.** Il Ministero dell'economia e delle finanze verifica la conformità dei contratti al decreto. L'articolo 1, comma 388 della finanziaria 2008 ha poi previsto che la regione o l'ente locale sottoscrittore di strumenti finanziari di cui al comma 381 debbano **attestare espressamente di aver preso piena conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei medesimi**, evidenziando in apposita nota allegata al bilancio gli oneri e gli impegni finanziari derivanti da tali attività.

Il decreto legge 112/2008 del 25 giugno all'art. 62 disciplina il contenimento dell'uso degli strumenti derivati e dell'indebitamento delle Regioni e degli enti locali. In particolare, la norma **vieta alle Regioni, alle Province autonome di Trento e Bolzano e agli enti locali la stipula di contratti relativi agli strumenti finanziari derivati,** fino a una nuova regolamentazione governativa; il ricorso all'indebitamento attraverso contratti che non prevedano modalità di rimborso con rate di ammortamento comprensive di capitale e interessi; l'emissione di titoli con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza.

Al fine di un più **efficace e tempestivo controllo dei vincoli posti all'utilizzo di strumenti derivati, il comma 737, integrando il disposto dell'art. 41 della legge n. 448/ 2001,** ha stabilito che i contratti che riguardano il ricorso a strumenti derivati **devono essere trasmessi, a cura degli enti contraenti, al Ministero dell'Economia e Finanze.** La trasmissione deve avvenire prima della sottoscrizione dei contratti pena l'inefficacia degli stessi. Gli enti dovranno trasmettere prima del perfezionamento dell'operazione non solo il contratto ma anche tutta la documentazione richiamata nello stesso, specificando altresì le operazioni sottostanti. Il comma 738 ha introdotto un ulteriore obbligo in materia di gestione delle operazioni in strumenti derivati consistente nella

conservazione, per almeno cinque anni dalla scadenza finale delle operazioni, di “appositi elenchi” aggiornati contenenti “i dati di tutte le operazioni finanziarie e di indebitamento effettuate”.

Quando è scoppiato lo scandalo dei derivati per riassumere l’evoluzione dell’ultimo anno e mezzo, ricordo che **all’inizio una pluralità** di enti, di controllo e non, erano **concentrati a quantificare il fenomeno** e ad individuarne le responsabilità. Il **turbinio di cifre** che stimavano l’esposizione è cresciuto nel tempo, passando dai 500 milioni del dicembre 2005 al miliardo del dicembre 2006 - cifra peraltro sottostimata alla luce del **monitoraggio del Dipartimento del Tesoro, che ha poi quantificato il nozionale interessato da derivati in 35,2 miliardi e il potenziale “buco” in circa 10 miliardi. Eppure non avrebbe dovuto essere difficile quantificare tale esposizione, in quanto il Ministero del Tesoro obbligava tutti gli enti pubblici da anni ad una informativa su tali investimenti.** In verità, mentre si pensava di monitorare il fenomeno garantendo il sistema della finanza pubblica, si faceva solo l’esercizio della domestica poco accorta che riordina nascondendo tutto dietro l’armadio o sotto il tappeto, ignara del fatto che in primavera i tappeti si sollevano e gli armadi si spostano. Se è vero, come qualcuno ha detto, che le informazioni richieste non erano comunque sufficienti a monitorare quella esposizione, mi è ancora più incomprensibile la ragione per cui tutti gli enti fossero obbligati a dare l’informativa.

[Project financing](#)

I vincoli indotti dal Patto di Stabilità interno all’operatività su bilanci degli enti territoriali hanno indotto l’universo degli enti pubblici dell’Unione Europea ad operare fuori bilancio. Quindi dalla fine degli anni ‘90 diversi strumenti operanti secondo le tecniche della finanza strutturata e diversamente combinati sono stati abilitati all’impiego degli enti territoriali tra cui sicuramente il *project financing* riscontra una significativa rappresentatività sia per le dimensioni del mercato che ha espresso, sia per la pervasività dell’applicazione di tale strumento.

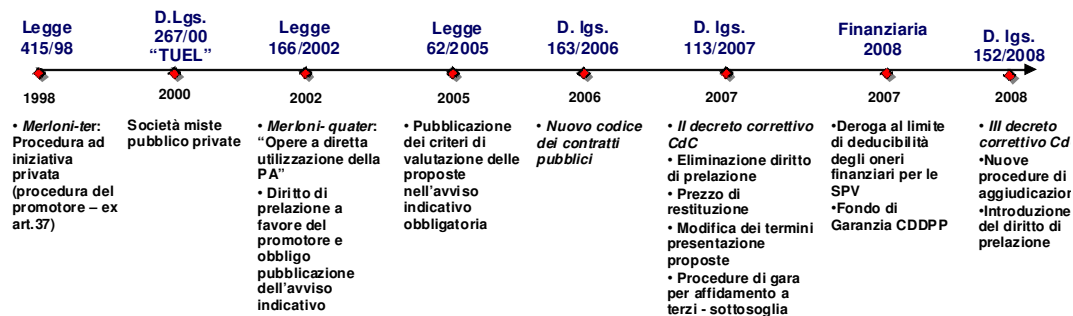
Nel 1998 con la c.d. *Merloni ter* è stata introdotta nella disciplina dei lavori pubblici la finanza di progetto, oggetto di numerose modifiche e interventi normativi fino alla più recente riforma introdotta dal Terzo Decreto Correttivo al Codice dei Contratti Pubblici pubblicato il 2 ottobre sulla G.U. ed operativo dal 17 ottobre.

Nel nostro Paese l’istituto del project finance **non è stato oggetto di una rivisitazione organica quanto, piuttosto, di modifiche frammentarie** prevalentemente **orientate a sanare patologie**, conformare le previsioni esistenti **alle prescrizioni della Commissione Europea** o a **recepire le istanze delle varie “lobby”**.

Nelle diverse rimodulazioni abbiamo quindi visto radicalmente mutare i margini applicativi dello strumento con la **L.415 /98 era dubbia l'applicazione alle opere a tariffazione sulla pubblica amministrazione** (ospedali, scuole, ecc. ecc) **riserva sciolta con la legge 166 del 2002** che peraltro **toglieva la soglia massima di contribuzione al progetto inizialmente assunta nel 50%** (per le opere a diretto utilizzo da parte della P.A.: edilizia sanitaria, edilizia scolastica, edifici amministrativi e simili) **soglia che poi in base alle disposizioni Eurostat del 2007 è stata riproposta ad un cap del 50%**.

Sicuramente interessante è stata invece **la previsione del diritto di prelazione vero disincentivo alla partecipazione alla competizione nel PF, inserito sempre con la L.166 nel 2002** e oggetto di **infrazione comunitaria nel 2004 con la procedura n. C-412/04**, e sanato con **sbillina riproposizione** ad opera della recente approvazione del terzo decreto del codice dei contratti, **il D.lgs 152/2008**.

Figura 1 - Evoluzione normativa della finanza di progetto: principali modifiche



Il risultato è che abbiamo un istituto con una **procedura simile sia che si voglia realizzare un impianto di illuminazione di un cimitero di un borgo campagnolo, tanto nel caso in cui si intenda realizzare un sofisticato presidio ospedaliero di una grande metropoli e sia che si investa 1 mln€, sia che si investa 1 mld€: questo è il paradosso.**

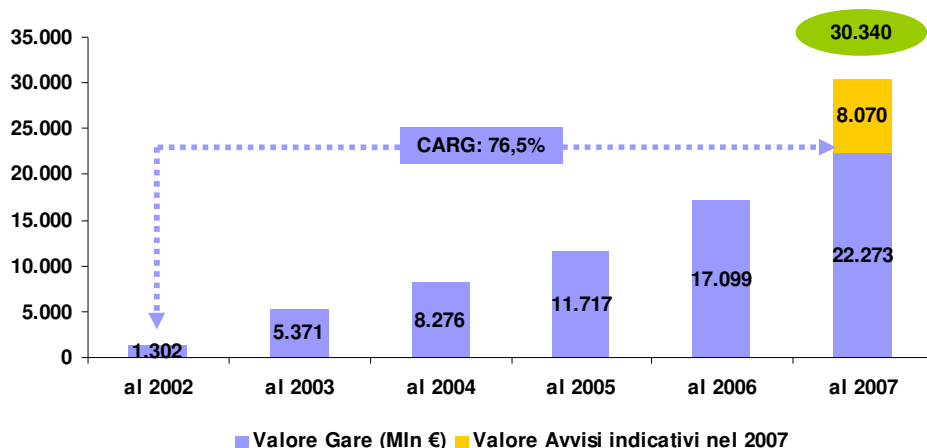
Abbiamo **un istituto che non ha ancora implementato il dialogo competitivo** previsto dall'art 29 della direttiva comunitaria 2004/18/CE e volto a **ravvivare il confronto coi i privati nella fase iniziale**, ma nello stesso tempo **aggiudica, dopo la riforma di fine estate, sulla base di uno studio di fattibilità** che in Italia non è normato nei contenuti. Alla lacuna normativa si aggiunge l'endemica incapacità di redigere compiutamente tali studi funzionali a rappresentare analiticamente fabbisogni a cui rispondere e vincoli tecnico - economici a cui adeguarsi, incapacità

che ha generato proposte generiche o molto difformi che hanno reso il confronto competitivo meno trasparente e meno selettivo.

E in tutto questo **.non abbiamo un *public sector comparator*** come hanno già: **Inghilterra** (dove nel 2004 il Ministero dell' Economia ha pubblicato "Value for Money Assessment Guidance", aggiornato nel 2006); **Irlanda** (dove esiste un'unità costituita nel 2005 all'interno del "National Development Finance Agency" che si occupa di valutare i progetti statali in PPP); **Australia** (dove nel 2001 la Partnerships Victoria ha pubblicato "Public Sector Comparator Technical Note"); **Canada** (dove nel 2007 l'Infrastructure Ontario ha pubblicato l'"Assessing Value For Money"), **Spagna** (la legge sui contratti della pubblica amministrazione del 2007 prevede l'obbligatorietà di verificare per le PPP il value for money (art. 118, L. 30), **Francia** (dove nel 2006 è stato sviluppato un modello di valutazione ex ante), e persino Malesia, Brasile e Sud Africa.

Anche in questo caso dall'entrata in vigore della *Merloni ter*, la finanza di progetto ha assunto un ruolo sempre più rilevante nella realizzazione e nella gestione delle opere pubbliche, innanzitutto da un punto di vista dimensionale come confermato dai dati emersi nelle rilevazioni **dell'Osservatorio Nazionale del Project Finance**: il valore raggiunto dalla domanda di capitali privati per la realizzazione di opere pubbliche è pari a **22,3 miliardi di euro di gare attivate nel periodo compreso tra il 2002 e il 2007**, mentre il **tasso di crescita medio annuo che questa domanda ha registrato è pari al 76,5%**. La domanda di capitali privati per la realizzazione di opere pubbliche assume dimensioni ancora più rilevanti se ai 22,3 miliardi di euro di gare attivate nel periodo compreso tra il 2002 e il 2007 si aggiunge anche il **valore degli avvisi indicativi pubblicati nel 2007 pari a 8 miliardi di euro**. In quest'ultimo caso, infatti, **il valore complessivo del mercato della finanza di progetto risulta essere pari a 30,3 miliardi di euro.**

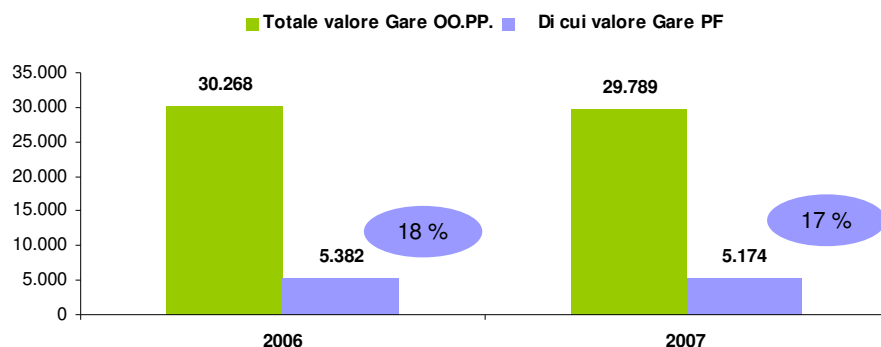
Grafico 5 - Stock delle gare attivate in finanza di progetto: valore (Mln €)



Fonte: Elaborazione Finlombarda S.p.A. su dati dell'Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato

La finanza di progetto quale modalità alternativa all'appalto di lavori pubblici è testimoniata anche dal dato relativo all'incidenza percentuale delle gare in finanza di progetto sul totale delle gare bandite per le OO.PP: **negli ultimi due anni questo dato ha raggiunto una quota compresa tra il 17% e il 18%.**

Grafico 6 - Incidenza delle gare attivate in finanza di progetto sul totale delle gare per OO.PP. - valore (Mln €)



Fonte: Elaborazione Finlombarda S.p.A. su dati dell'Osservatorio Nazionale del Partenariato Pubblico Privato

Le dimensioni del mercato italiano emergono altresì nel confronto internazionale, in particolare nel settore particolarmente importante quale quello **della Sanità**, dove **l'Italia con 72 progetti del valore di 4,2 miliardi di euro** di cui 42 aggiudicati per un valore di 2,7 miliardi di euro si colloca al **secondo posto dopo il Regno Unito** che rappresenta il modello più avanzato nel settore delle collaborazioni pubblico-private.

Tabella 2- mercato internazionale delle Public Private Partnership nel settore della Sanità

Paese	Tot. progetti PPP sanità (N°)	%	Di cui aggiudicati (N°)	%	Tot. progetti PPP sanità (milioni di €)	%	Di cui aggiudicati (milioni di €)	%
Regno unito	145	38,6%	98	55,7%	19.170	51,5%	13.298	64,9%
Italia	72	19,1%	42	23,9%	4.248	11,4%	2.706	13,2%
Canada	46	12,2%	13	7,4%	2.349	6,3%	1.305	6,4%
Australia	21	5,6%	5	2,8%	3.359	9,0%	1.001	4,9%
Spagna	19	5,1%	7	4,0%	1.783	4,8%	929	4,5%
Francia	16	4,3%	6	3,4%	1.226	3,3%	731	3,6%
Germania	9	2,4%	2	1,1%	1.205	3,2%	334	1,6%
Portogallo	14	3,7%	1	0,6%	1.426	3,8%	99	0,5%
Altri	34	9,0%	2	1,1%	2.435	6,5%	99	0,5%
Totale	376	100%	176	100%	37.201	100%	20.502	100%

Fonte: elaborazioni Finlombarda

Se consideriamo poi i settori di applicazione del project finance, dal momento in cui tale istituto è stata introdotto nell'ordinamento giuridico, è stato utilizzato dalla pubblica amministrazione per rispondere alle diverse esigenze via via emerse nel corso del tempo. Se inizialmente le gare bandite in finanza di progetto riguardavano **per lo più la realizzazione di autostrade e di ospedali**, negli ultimi report **dell'Osservatorio Regionale sulla Finanza di Progetto di Finlombarda**, sono state censite diverse iniziative che testimoniano l'applicazione della finanza di progetto non solo nei settori delle autostrade e della sanità ma **anche nei settori del Turismo e dell'Edilizia Sociale e Scolastica** come ad esempio: la realizzazione di un "Biolago" (0,17 Mln €) nel Comune di Mercallo (VA), la realizzazione di un Ostello della Gioventù nel Comune di Monza (1,5 Mln), il Parco Acquatico (1 Mln) nel Comune di Palazzago (BG), il Centro polifunzionale con servizi per anziani (5,2 Mln €) del Comune di Samarate (VA) o le Residenze Universitarie del Politecnico di Milano (50 Mln €)

La dimensione raggiunta dal mercato della finanza di progetto è altresì testimoniata dall'interesse che gli operatori finanziari, italiani ed esteri, hanno rivolto a questo settore. **Nell'edizione 2007 della "Guida agli Operatori del Project Finance" di Finlombarda** sono stati censiti **35 istituti di credito (di cui 26 italiani e 9 stranieri)**, 3 assicurazioni monoline, 3 agenzie di rating, 5 fondi di private equity specializzati in infrastrutture, 2 Insurance advisor & Placing broker e la Banca Europea per gli Investimenti. Le informazioni raccolte nella Guida mostrano come gli istituti di credito abbiano creato strutture interne specializzate, mettendo a disposizione le loro competenze e le loro risorse. In particolare, **18 istituti di credito su 35 censiti sono dotati di team specializzati** sulla finanza di progetto e mettono in campo **circa 196 professionisti del settore**. Questo **numero sale a 365 se si considerano anche i professionisti** che si occupano di operazioni di finanza di progetto **all'interno di unità organizzative dedicate alla finanza strutturata**. Operatori che vantano referenze su **circa 2980 mandati relativi a 1335 progetti per un valore di poco meno di 25 mld di € (24,688)**.

Cartolarizzazioni

Nel 1998 viene introdotta per la prima volta **nel quadro normativo italiano la tecnica della cartolarizzazione (legge 448/1998)** per la cessione e la cartolarizzazione dei crediti INPS. La **disciplina generale della cartolarizzazione, invece è contenuta nella legge 30 aprile 1999 n. 130** la quale si applica a tutte le operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco. Con la **legge 5 novembre 1999, n. 402**, il legislatore ha poi provveduto a **coordinare la disciplina** generale delle

cartolarizzazioni con le disposizioni urgenti in materia di cessione e di cartolarizzazione dei crediti INPS.

L'articolo 76 della **legge 21 novembre 2000, n. 342** ha poi reso possibile la cartolarizzazione di crediti tributari delle pubbliche amministrazioni.

L'anno successivo, con la **legge 23 novembre 2001, n. 410**, è stato definito il quadro normativo per la realizzazione di operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare dello Stato e degli altri enti pubblici. Con tale legge il legislatore ha fissato i principi per il trasferimento e la rivendita degli immobili da parte della società veicolo e per l'operazione di cartolarizzazione, rimandando ai successivi decreti la determinazione degli aspetti tecnici attuativi dell'operazione stessa.

La **legge 27 dicembre 2002, n. 289** rappresenta il provvedimento che riveste maggiore interesse per regioni ed enti locali, autorizzando regioni, province, comuni e gli altri enti locali a costituire o promuovere la costituzione di società a responsabilità limitata aventi ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari.

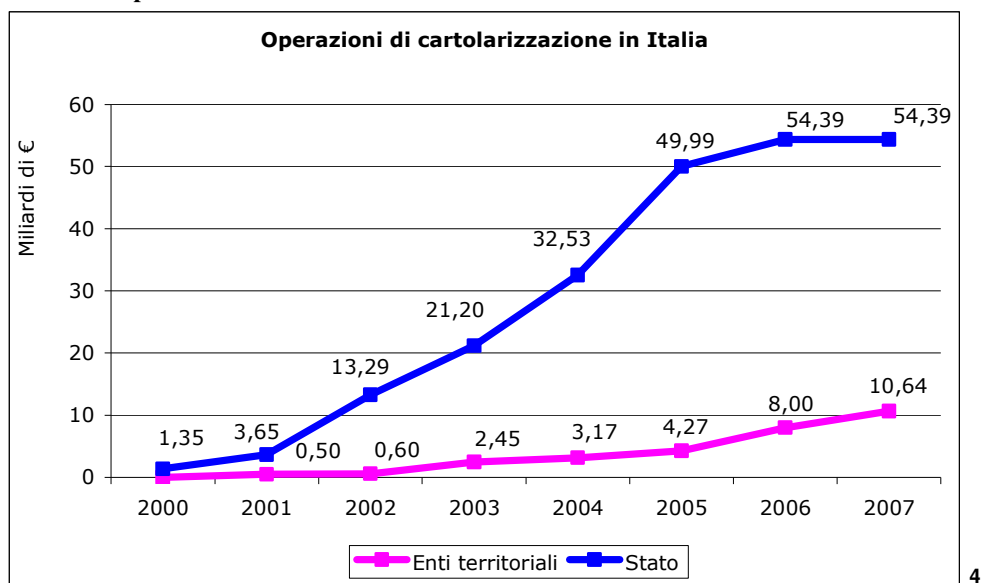
L'istituto della cartolarizzazioni è stato indifferentemente **usato per anticipare le entrate finanziarie relative a cessioni di asset immobiliari** o per **pagare debiti di fornitura per mezzo di cessione dei crediti nei confronti dello Stato**. In questo secondo caso è stato largamente impiegato nel settore sanitario dalle Regioni. Le cartolarizzazioni non risolvono, tuttavia, il problema delle crisi di liquidità, ma, si limitano a posticiparlo. I crediti ceduti, infatti, mancheranno alle entrate future rigenerando, nell'impossibilità di saldare i nuovi debiti, lo stock di passività già esistente, maggiorato dei costi di strutturazione dell'operazione e dei relativi oneri finanziari. Quindi il tutto comporta un significativo irrigidimento dei bilanci futuri dell'ente garante e un appesantimento del servizio del debito, conveniente solo se assumiamo come confronto i possibili interessi di mora. **Questa è la ragione per cui all'originaria previsione normativa hanno fatto seguito le decisioni Eurostat che definiscono un'operazione di cartolarizzazione parte del debito pubblico**, se il prezzo iniziale è stato all'85% del valore di mercato degli assets sulla base dei criteri definiti da EUROSTAT (come successe nel caso di SCIP 1 – contabilizzata come debito nel 2002) e **la successiva decisione del 25 giugno 2007 ha confermato i criteri applicabili per decidere se un'operazione di cartolarizzazione debba essere registrata come debito o piuttosto come cessione di asset**. Ha fatto seguito il recepimento nella finanziaria 2007 di tali indicazioni così che vengono considerate come indebitamento le cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata non collegati a un'attività patrimoniale preesistente e le operazioni di cessione o cartolarizzazione dei crediti vantati dai fornitori di beni e servizi per i cui pagamenti l'ente assume,

ancorché indirettamente, nuove obbligazioni, anche mediante la ristrutturazione dei piani di ammortamento

Nel mondo della sanità la reiterazione di “interventi tampone dai nomi evocativi” (si ricordano: nel Lazio Cartesio, connessa al lease back degli ospedali regionali del 2003, “Atlantide” 1, 2 e 3, rispettivamente nel 2004, 2005 e 2006 e, per chiudere in bellezza, Mercurius, con il veicolo Kimono Finance, nel 2006. In Campania “Posillipo Finance”, e in Abruzzo, che inaugurò la stagione con “Cartesio” nel 2005, a cui ha fatto seguito “D’Annunzio” nel 2006) dimostra **come, annaspando, alcune Regioni abbiano coperto annualmente i loro deficit finanziari ipotecendo il futuro.**

Lo strumento è stato principalmente utilizzato a livello nazionale per gestire la dismissione del patrimonio immobiliare degli enti previdenziali e la cessione di crediti previdenziali.

Grafico 7 - operazioni di cartolarizzazione in Italia



Fonte: elaborazione Finlombarda su dati Securitisation.it

Tabella 3 - Cartolarizzazioni di crediti sanitari

REGIONE	OPERAZIONE	IMPORTO	ANNO	DURATA
Lazio	San. Im/Cartesio srl	1.242	2003	30
	Atlantide 1	517	2004	5
	Gepira Srl-Romeo Gestioni S.p.A.	204	2004	
	Atlantide 2	648	2005	5
	Atlantide 3	964	2006	10
	Mercurius/Kimono Finance	1.792	2006	5
	Totale	5.367		
Abruzzo	Cartesio	337	2005	10

⁴ Fonte: elaborazione Finlombarda su dati Securitisation.it

	D'Annunzio	327	2006	15
	(*)	233	2007	15
	Totale	897		
Campania	So. Re. Sa./Posillipo Finance	2.500	2007	29
Sicilia	C.S.R.S.	655	2003	8
	(*)	1.000	2007	
	Totale	1.655		
Piemonte		700	2007	10
Molise		320	2006	10
TOTALE		11.439		

Fonte: elaborazioni Finlombarda

Fondi immobiliari e fondi mobiliari

Altro strumento innovativo con cui possono agire le amministrazioni è quello dei fondi (mobiliari e immobiliari), che possono essere di diversa tipologia e configurare differenti modalità di coinvolgimento pubblico. Si parla generalmente di fondi riferendosi ai fondi immobiliari e ai fondi di private equity (dal venture capitale, ai fondi per l'*expansion*, così come alla recente famiglia dei fondi mobiliari chiusi dedicati alle infrastrutture).

Per quanto riguarda la categoria dei fondi immobiliari, il provvedimento che ha ampliato nell'ultimo decennio le soluzioni di finanziamento utilizzabili dalle amministrazioni pubbliche è costituito dalla **legge 662/1996, che ha previsto la possibilità di realizzare fondi comuni di investimento immobiliare con apporto pubblico** quale mezzo per la valorizzazione e la dismissione dei patrimoni pubblici - si pensi, ad esempio, **ai fondi Alpha e Beta promossi da INPDAP e MCC. Un esempio a livello territoriale è dato dalla Regione Sicilia⁵ che nel marzo 2007** ha promosso il **FIPRS - Fondo Immobiliare Pubblico Regione Siciliana**. per la valorizzazione di una parte del proprio patrimonio immobiliare. Il Fondo è stato costituito mediante l'apporto e la vendita da parte della Regione e di alcuni enti regionali di 34 immobili strumentali a prevalente destinazione uffici, con un valore di trasferimento pari a 263 milioni di euro. Il valore del Fondo Immobiliare Pubblico Regione Siciliana, la cui durata prevista è di quindici anni, è pari a 105 milioni di euro, come risulta dal valore di trasferimento (come detto sopra, pari a 263 milioni di euro) al netto dell'indebitamento finanziario assunto dal fondo stesso, pari a circa 158 milioni di euro, interamente garantito dagli immobili. Il Fondo è partecipato dalla Regione Siciliana con una quota di maggioranza relativa pari al 35%, da RREEF Global Opportunities Fund II per il 33% e da Pirelli RE per il 22%.

5

[http://www.pirellire.com/_includesGroup/app/ViewDocument2.asp?Action=DOWNLOAD&Path=/GROUP/APPLICAZIONI/PR
ESSROOM/PRESSRELEASE/&FileName=2592-ita-csFIPRS8_3.pdf](http://www.pirellire.com/_includesGroup/app/ViewDocument2.asp?Action=DOWNLOAD&Path=/GROUP/APPLICAZIONI/PR
ESSROOM/PRESSRELEASE/&FileName=2592-ita-csFIPRS8_3.pdf)

Altro esempio è dato dal fondo Monteluca⁶, promosso da Regione Umbria, Comune di Perugia, Università degli Studi e ASL di Perugia e iniziativa avviata nel 2005, al fine di gestire il processo di **trasferimento del policlinico cittadino nella nuova sede e di riqualificazione delle aree precedentemente** occupate. Gestisce la trasformazione BNL Fondi Immobiliari, la Società di Gestione del Risparmio individuata mediante una gara ad evidenza pubblica e successivamente incaricata di istituire il fondo. Si prevede che il Comparto Monteluca, nel corso dei sette anni di durata, attiverà investimenti per circa 150 milioni di euro.

Abbiamo anche rilevato **due ipotesi di fondi immobiliari l'uno di emanazione regionale in Campania, l'altro di emanazione comunale a Torino**. È inoltre in corso di costituzione **il fondo immobiliare del Comune di Milano denominato (Comune di Milano I)**, la cui gestione è stata affidata a BNL Fondi immobiliari; il patrimonio del fondo è rappresentato complessivamente da un portafoglio immobiliare del valore complessivo apportato e/ o ceduto di 255 milioni di €.

A questa famiglia di prodotti per dismettere o riqualificare patrimonio immobiliare si abbina **l'esempio fornito dal Fondo Abitare Sociale 1 nato da un'iniziativa della Fondazione Cariplo** che, sotto la spinta del crescente disagio abitativo, ha ricercato nuove modalità per incrementare il livello degli investimenti nel **settore dell'housing sociale**. Il "Fondo Abitare Sociale 1" è un fondo immobiliare chiuso del valore di **85 milioni di euro, con investimenti attivabili pari a 170 milioni di euro e della durata di 20 anni**, riservato a investitori qualificati. Il Fondo viene gestito da POLARIS SGR ("SGR"), mentre la Fondazione Housing Sociale ("FHS") è il soggetto istituzionalmente preposto alla promozione dei contenuti sociali delle iniziative. La strategia di investimento del Fondo è finalizzata a sviluppare uno schema di attività che ruoti attorno a nuove realizzazioni residenziali, su terreni o immobili ottenuti a condizioni agevolate, gestiti da soggetti non-profit (Gestori Sociali). Obiettivo del Fondo è sviluppare degli interventi sperimentali di edilizia sociale che massimizzano la quota di alloggi in locazione a canone calmierato / moderato, siano coerenti con gli istituti della normativa della Regione Lombardia in tema di Edilizia Residenziale Pubblica e attivino dei rapporti di partenariato con gli enti locali per la definizione dei contenuti di ciascun intervento.

Se consideriamo i soli fondi immobiliari citati il fenomeno rappresenta **circa 500 milioni di euro**.

Un secondo segmento applicativo del private equity nella sfera pubblica è rappresentato dalla costituzione di **fondi di venture capital partecipati o in cui si vedono coinvolte delle amministrazioni pubbliche**, che attraverso la loro attività rappresentano indubbiamente un'opportunità per lo sviluppo economico del territorio in cui operano. In Italia, sono stati censiti

⁶ <http://www.nuovamonteluca.it/default.htm>

nel 2006 in una ricerca di Finlombarda e Università di Brescia 4 venture capitalist regionali per un totale di 6 fondi gestiti⁷ che coinvolgono Lombardia, Toscana e Piemonte, cui si aggiunge una iniziativa particolare di Regione Sicilia: il **totale di risorse attivate è pari a 246 Milioni di €, 185 dei quali da parte di investitori privati, con un effetto leva 1 a 3.**

Nell'ambito di tali iniziative, il ruolo principale, sia in termini di risorse attivate che di effetto leva, è stato ricoperto dalla **Regione Toscana** che, attraverso la società di gestione del risparmio Sviluppo Imprese Centro Italia SGR (partecipata, tra gli altri, da Fidi Toscana), ha lanciato 2 iniziative: **Centroidinvest e Toscana Venture**, per un patrimonio complessivo di circa **89 milioni di euro** (effetto leva su risorse pubbliche 1 a 11,5). La **Regione Lombardia**, per il tramite della società di gestione del risparmio Finlombarda Gestioni SGR ha, a sua volta, lanciato 2 iniziative: **Next ed Euomed**, per un patrimonio complessivo di **87 milioni di euro**. La **Regione Piemonte**, infine, ha visto l'attivazione di due iniziative distinte: **Innogest Capital** (gestito da Innogest SGR, controllata da Fondazione Torino Wireless): 80 milioni di euro, con un effetto leva; Sviluppo Nord Ovest (gestito da Strategia Italia SGR, partecipata da Unionfidi): 30 milioni di Euro. **In Sicilia** si annovera il **Fondo CAPE Regione Siciliana**, con una dotazione di 70 milioni di euro il primo Fondo Chiuso ad essere interamente dedicato ad investimenti nella sola Regione Sicilia. Investitori del Fondo sono, oltre alla Regione Siciliana, altri investitori istituzionali e qualificati, e una serie di imprenditori e professionisti con interessi in Sicilia. CAPE Regione Siciliana, ha come target di investimento l'acquisizione di partecipazioni (sia di maggioranza che di minoranza) in piccole e medie aziende, in infrastrutture locali, in progetti industriali in fase di avvio, specie se con significativi asset immobiliari.

Mentre a livello internazionale la promozione dell'intervento con capitale di rischio rappresenta un supporto consolidato nei numeri e nella qualità delle proposte, **lo Stato Italiano è in ritardo sul fronte dell'attivazione di iniziative di questo tipo, ritardo che ha inteso sanare all'art. 4 della Finanziaria 2008⁸, dove si prevede l'attivazione di risorse della Cassa Depositi e Prestiti.**

L'esperienza più datata, e che ha anticipato l'intervento di credit enhancement pubblico attraverso il modello del fondo dei fondi, è quella Israeliana, che risale al 1993. Il 'caso Yozma' è anche il caso più analizzato dalla pubblicistica e ha ispirato molte delle iniziative successive. E' seguito

⁷ Fonte: ricerca Finlombarda, Università di Brescia. Il Capitale di Rischio per la promozione ed il sostegno alla nascita e sviluppo di impresa: analisi del mercato italiano 2003-2005

⁸ Art.1-bis. manovre estiva: Per le finalità di cui al comma 1, con decreto di natura non regolamentare del Ministro dell'economia e delle finanze la gestione separata della Cassa depositi e prestiti S.p.A. può essere autorizzata, senza oneri aggiuntivi a carico della finanza pubblica, ad istituire un apposito fondo, attraverso cui partecipare, sulla base di un adeguato sistema di verifica della sostenibilità economico-finanziaria delle iniziative, nonché di garanzie prestate dagli stessi soggetti beneficiari diversi dalla pubblica amministrazione, tale da escludere la garanzia dello Stato sulle iniziative medesime, anche in via sussidiaria, e di intese da stipularsi con le amministrazioni locali, regionali e centrali per l'implementazione dei programmi settoriali di rispettiva competenza, a fondi per lo sviluppo, compresi quelli di cui all'articolo 44 del regolamento (CE) n. 1083/2006 del Consiglio, dell'11 luglio 2006, sui fondi strutturali, e quelli in cui può intervenire il Fondo europeo per gli investimenti.

dalla misura EU Seed and Venture Capital, che rappresenta la best practice del Governo Irlandese, attivata nell'ambito della programmazione dei fondi strutturali del periodo 1994-1999 e replicata nell'ambito del successivo ciclo programmatico 2000-2006. Il fatto che la sottoscrizione di fondi di venture capital abbia fruito delle risorse comunitarie rende ancora più significativa l'esperienza irlandese.

Le esperienze francese e inglese hanno invece cavalcato l'euforia dei mercati del venture capital e attivato i loro fondi rispettivamente nel 1999 e nel 2000.

Una terza opzione è rappresentata da una particolare categoria di fondi **di private equity, quale quella rappresentata dai fondi dedicati alle infrastrutture**. Una ricerca di cui stiamo pubblicando i risultati e di cui avevamo anticipato un abstract con l'AIFI censisce questo fenomeno nel mondo. A livello internazionale **i veicoli dedicati al finanziamento con capitale di rischio di investimenti infrastrutturali sono 86, riconducibili a 58 operatori, per una dotazione complessiva pari a 80,1 miliardi di euro**; tali veicoli, cresciuti al ritmo di uno alla settimana fino a questa estate, delineano un fenomeno abbastanza recente se si considera che, sebbene le prime esperienze siano ascrivibili ai primi anni '90, la vera evoluzione ha interessato i primi anni del XXI sec. per esplodere nel corso dell'ultimo biennio: **l'offerta è passata dai 20 miliardi di euro circa, relativi all'inizio dell'anno 2000, ai circa 80 miliardi relativi a fine 2007, con un incremento del +400% in 7 anni**. Si consideri, inoltre, che dal 2005, in appena tre anni, sono state promosse 43 iniziative per circa 42 miliardi di euro, pari a circa il 50,5% dei capitali censiti.

Lo scenario di riferimento è comunque vario e comprende **le esperienze dei grandi operatori finanziari internazionali** (tra gli altri Morgan Stanley, Abn-Amro e Deutsche Bank con la divisione REEFF), **dei grandi fondi di private equity** (KKR e Carlyle), **di operatori specializzati nel sostegno alla realizzazione di nuove infrastrutture**. Penso soprattutto a operatori inglesi come Barclays e Innisfree, **nonché a grandi operatori finanziari che sembrano perseguire logiche di sviluppo di tipo industriale** - mi riferisco soprattutto alle iniziative degli australiani Macquaire e Babcock & Brown..

La ricerca ha individuato **18 fondi interessati alle opportunità che il nostro Paese saprà offrire**, per una **dotazione finanziaria complessiva di circa 16,5 miliardi di euro**. Ciò non significa che si possa escludere aprioristicamente che fondi che hanno come target territoriale d'investimento il mondo o aree infracontinentali non possano essere interessati a finanziare progetti italiani. Ciò premesso dei 18 fondi 6 sono di origine italiana e complessivamente ammontano a poco meno di 4 miliardi di euro.

Tra questi si annovera **il Fondo Sistema Infrastrutture, recentissima iniziativa del sistema camerale italiano** che, attraverso la società TecnoHolding, ha costituito una SGR a cui

demandare la gestione del fondo stesso. L'iniziativa dovrebbe contare su una dotazione finanziaria complessiva di **300 milioni di euro da investire in strutture locali e regionali**, con particolare riferimento alle operazioni greenfield. Tra **le matricole più attempate** spiccano inoltre le due iniziative **italiane F2i e NEIP2**, attualmente in fase di fund raising. Il primo è un fondo **sponsorizzato dalla Cassa Depositi e Prestiti** e da numerosi altri operatori finanziari tra i quali Unicredit e Banca Intesa-San Paolo e soggetti internazionali come Merrill Lynch (lo era anche Lehman Brothers), oltre ad alcune Fondazioni come Cariplo e Monte dei Paschi di Siena. Il fondo ha l'obiettivo di raccogliere 3,5 miliardi di euro, da investire in progetti greenfield e brownfield nei settori dei trasporti, delle telecomunicazioni, delle utilities e delle infrastrutture con valenza sociale (ospedali, scuole etc). **Il secondo, NEIP2, è gestito da Finint, gruppo Finanziaria Internazionale**, che seppure ancora in fase di organizzazione, ha già raggiunto il primo closing. Per questo operatore gli obiettivi sono le utilities con capitalizzazione pari a circa 200 milioni di euro.

Sono invece **operativi da tempo il Fondo PPP e il Fondo Nuove Infrastrutture**, che presentano alcuni tratti comuni. Entrambi sono emanazione di contesti bancari e sono orientati al finanziamento di iniziative di tipo greenfield. Il primo è riconducibile, tra gli altri, ad ambiti vicini al gruppo bancario Intesa-San Paolo; il fondo è gestito dalla Fondaco SGR a sua volta partecipata da alcuni dei promotori. Costituito nel 2006 con una dotazione pari a 120 milioni di euro, gli investimenti target riguardano il settore dell'edilizia civile, dell'ambiente, della riqualificazione urbana, dei trasporti e delle public utilities. Il Fondo Nuove Infrastrutture è invece riconducibile al gruppo Banca Popolare di Vicenza, così come la società di gestione (Nem Sgr), ed è stato lanciato nel 2006 con una dotazione di 50 milioni di euro. L'ambito di intervento riguarda la realizzazione di infrastrutture locali quali i depuratori, i porti, i cimiteri, opere di riqualificazione urbana, ecc.

Nell'elenco risulta anche Clessidra Capital Partner di Clessidra SGR, che nonostante si caratterizzi per essere generalista, non esclude l'avvio di operazioni nel settore infrastrutturale. Il fondo è nato grazie a sponsor di primo piano del panorama finanziario italiano, tra i quali Mediobanca, che ha apportato una dotazione di 820 milioni di euro e si è distinto soprattutto per l'interesse verso i processi di privatizzazione, anche se di recente si è riposizionato inserendo nel proprio target interessi quali le reti per il trasporto di gas naturale (SGI S.p.A.) e le reti di telecomunicazione (Sirti S.p.A.).

Tabella 4 - Fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture sul mercato italiano

Denominazione Fondo / Società	Paese origine	Focus geografico	Dotazione in €/mln	Anno di lancio	Status di attività	Mercato riferimento	Target intervento (greenfield, brownfield, privatizzazioni, corporate)
MEIF II - Macquire European Infrastructure II	Australia	Europa	4.600	2006	Operativo	Primario / Secondario	Brownfield, corporate
F2i	Italia	Italia	2.500	2007	Fund raising	Primario / Secondario	Greenfield, brownfield, corporate
TFCP II	Germany	Europa	2.000	2002	Operativo	Secondario	Corporate
ABN AMRO Infrastructure Capital Equity Fund	Olanda	Europa	1.110	2006	Operativo	Primario / Secondario	Greenfield, brownfield, corporate
Star Fund	UK	Europa	850	2000	Operativo	Secondario	Brownfield, corporate
Henderson Secondary PFI Fund II	UK	Europa	830	2006	Operativo	Secondario	Brownfield, privatization, corporate
Clessidra Capital Partner	Italia	Italia	820	2003	Operativo	Secondario	Corporate, privatization
I2	UK	Europa	712	2003	Operativo	Secondario	Corporate
SMIF - Secondary Market Infrastructure Fund	UK	Europa	590	2003	Operativo	Secondario	Brownfield, corporate
NIBC European Fund I	Olanda	Europa	500	2007	Fund raising	Primario	Greenfield, brownfield
Henderson Secondary PFI Fund I	UK	Europa	488	2004	Operativo	Secondario	Brownfield, privatization, corporate
BEIF II	UK	Europa	414	2006	Operativo	Primario	Greenfield
Fondo Sistema Infrastrutture	Italia	Italia	300	2007	In attesa di autorizzazione	Primario	Greenfield
Galaxy Fund	Francia / Lussemburgo	Europa	250	2001	Operativo	Primario / Secondario	Greenfield, brownfield, privatization
NEIP 2	Italia	Italia	200	2007	Fund raising	Secondario	Brownfield, corporate
SEIEF - South Europe Infrastructure Equity Finance	Francia	Francia, Portogallo, Spagna ed Italia	150	2006	Operativo	Primario	Greenfield
Fondo PPP Italia	Italia	Italia	120	2006	Operativo	Primario	Greenfield
Fondo Nuove Infrastrutture	Italia	Italia	50	2006	Operativo	Primario	Greenfield
			16.485				

Fonte: Nicolai M., Castaldo F., "I fondi di private equity per lo sviluppo delle infrastrutture"

Autonomia strutturata finanziaria e finanza innovativa : quali competenze e quali presidi organizzativi per gestirli

Le dimensioni finanziarie della finanza innovativa applicata al territorio tendono a raggiungere volumi complessivamente significativi: il debito totale delle Amministrazioni Locali (dati MEF) a febbraio 2008 è di 112 miliardi di euro, le obbligazioni emesse dagli enti territoriali sono pari a 38,7 miliardi di euro, le cartolarizzazioni sono pari a 10,64 miliardi di euro, le iniziative in finanza di progetto valgono in tutto 30,34 miliardi di euro. **Un complessivo di circa 200 miliardi di euro che ha una significatività.**

Sono articolate su più prodotti tutti caratterizzati da un elevato grado di sofisticazione, sia per trovare una legame tra il mondo pubblico e quello privato, sia per garantire un trattamento *off balance*. Ne consegue che risultano nella maggior parte dei casi iniziative con uno scarso grado di *accountability*, se aggiungiamo il basso livello di controllo

Se come detto al federalismo fiscale deve accompagnarsi una maggiore autonomia nella gestione della leva finanziaria e, in particolare, quella afferente la finanza innovativa e la finanza strutturata, sarà allora necessario preoccuparsi di strutturare adeguati sistemi di controllo e organizzazioni e risorse umane che li sappiano gestire, vista la sofisticazione di

questi strumenti e la loro scarsa *accountability*. Se il quadro della disciplina libererà spazi di manovra si pone poi drammaticamente il problema di chi gestirà questo processo, quali organizzazioni e quali uomini? Senza chiare scelte organizzative e un serio investimento in capitale umano nulla cambierà.

Esiste quindi il problema del personale. Infatti, per governare questi processi le amministrazioni territoriali necessitano di risorse qualificate e assetti organizzativi adeguati, **soluzioni che i vincoli all'assunzione di personale** (si veda la circ. n. 9 del 17 febbraio 2006 del Ministero dell'Economia, GU n.50 del 2 mar 2006) **e la limitazione della possibilità di ricorrere a consulenze esterne compromettono**. Il risultato è una pubblica amministrazione tecnicamente inadeguata ad affrontare non solo il project finance, ma anche gli altri strumenti finanziari a disposizione di questi operatori, dalle cartolarizzazioni ai fondi di private equity.

Si aggiunge un problema di soggetti preposti al ciclo autorizzativo, ai controlli ex post e all'accountability generale del sistema, compiti e attività che non vengono effettuate o non sono realizzate con sistematicità; attività che vengono evase da soggetti molto eclettici per distribuzione territoriale e per caratterizzazione giuridico - istituzionale: Corte dei Conti, Banca d'Italia, nuclei di valutazione, società dedicate (come le finanziarie regionali), etc. Una dispersione che non permette né economie di scala che determinino la dovuta efficienza economica, né economie di specializzazione.