INTRODUZIONE

di Marco Nicolai

1. Perché un Rapporto sulla finanza pubblica dedicata a finanza innovativa e federalismo

1.1. La finanza innovativa e il percorso di acquisizione della nuova strumentazione nel quadro normativo

L'obiettivo che si pone il primo Rapporto sulla Finanza Pubblica di Fondazione Rosselli è doppiamente ambizioso, sia perché si inserisce nel solco di un precedente autorevole quale il Rapporto sul Sistema Finanziario Italiano, giunto alla sua XVI edizione, sia perché la finanza innovativa afferente la sfera pubblica può contare su una tradizione di riflessioni meno mature e consolidate rispetto a quelle che afferiscono la sfera privatistica. Il Comitato Scientifico è stato fin dall'inizio consapevole di questa sfida, ma altrettanto convinto dell'utilità che un'analisi seria e approfondita su metodiche, modelli e tecniche da applicarsi a questo ramo della disciplina finanziaria non potesse mancare quale contributo da offrire a policy makers, regolatori, organi di controllo, operatori e professionisti pubblici e privati. Né la vastità della strumentazione finanziaria oggetto di questa riflessione, né l'eterogeneità della sua analisi da un punto di vista disciplinare hanno quindi scoraggiato i membri del Comitato, rappresentando, piuttosto, lo stimolo che tutte le vere sfide offrono.

Dovendo in introduzione dare ragione dell'originalità del Rapporto rispetto a quanto già prodotto, è necessario innanzitutto codificare cosa si intenda per finanza innovativa e, soprattutto, chiarire perché ha senso declinarla nella sua forma pubblicistica. Con l'accezione "innovativa" si è inteso superare i riferimenti alla finanza strutturata o alla finanza straordinaria. La prima tradizionalmente abbinata a operazioni genericamente caratterizzate dall'abbinamento di più prodotti e, in alcuni casi, a operazioni che sono in grado di auto-finanziarsi. La seconda, invece, associata a operazioni societarie definibili in negativo rispetto alla gestione ordinaria e a tutte le operazioni che agiscono finanziariamente su sottostanti (entrate o spese, fonti o impieghi) di natura straordinaria. Nell'universo così definito esistono molti interventi finanziari che coinvolgono la sfera pubblica: del resto, gli operatori pubblici hanno strutturato con sempre maggiore ricorrenza iniziative di project financing, partnership societarie tra pubblico e privato (PPP), cartolarizzazioni - nelle diverse accezioni - volte a garantire l'auto-sostenibilità degli investimenti o la gestione di servizi pubblici. Allo stesso modo, Stato ed Enti territoriali hanno impiegato in questi anni private equity mobiliare e immobiliare e quasi tutti gli strumenti connessi a operazioni non standard (ad es. scorpori, scissioni, acquisizioni, fusioni e vendite), con l'intento di perseguire economie di scala e di specializzazione, di realizzare investimenti massimizzando la leva finanziaria e, al contempo, modulando il rapporto d'indebitamento entro margini accettabili per il mercato. In entrambi i casi, si tratta di interventi finanziari che tendono a operare off balance e che sono strettamente connessi per la loro attuazione al ricorso a veicoli giuridici di diversa natura (SPV, Fondi, etc.), nonché a intermediari finanziari specializzati (SGR, SIM, investment e merchant bank, servicers).

La finanza innovativa, pur includendo tali fattispecie nella casistica oggetto delle differenti modellistiche d'intervento finanziario, si allarga anche alle operazioni più tradizionali che operano on balance senza ricorso a veicoli generici o specializzati, ma la cui abilitazione e diffusione nella sfera pubblica è più recente e assolutamente di dimensioni ancora contenute rispetto allo stock complessivo dell'approvvigionamento finanziario (si pensi ai prestiti obbligazionari, ai debiti cartolarizzati, al factoring e al leasing, ai semplici debiti subordinati). Nella finanza innovativa, inoltre, rientrano tutti gli strumenti di valutazione (rating) e mitigazione del rischio (derivati, credit enhancement, security package finanziari e non in generale) abbinabili alle fattispecie sinteticamente evidenziate, tassello indispensabile per un approccio ai mercati.

L'universo oggetto della ricognizione risulta quindi molto vasto ed eterogeneo, oggi manchevole della possibilità di una visione d'insieme così come di un'adeguata e sedimentata riflessione sulle modalità con cui tali

strumenti possono trovare applicazione rispetto alle esigenze del pubblico e, più specificatamente, entro i perimetri del suo agire. Una visione d'insieme implica la messa a fuoco di un giudizio sul contributo e i rischi che tale basket di strumenti offre e una compilazione delle modalità con cui possono essere impiegati, considerando il trade off tra i vantaggi che persegue un'amministrazione pubblica e i rischi che è giusto che corra. La semplice operazione di importare o connettere alla sfera pubblica il loro utilizzo richiede, inoltre, che si tenga adeguatamente conto di un'area d'intervento, quale quella pubblica, che è caratterizzata da regole proprie che afferiscono la normativa, la contabilità, la fiscalità e il sistema dei controlli. Queste regole condizionano ampiamente i margini di convenienza di ogni strumento da un punto di vista della funzionalità, dell'efficienza e dell'economicità e hanno in molti casi costretto a un processo di adattamento degli strumenti sia sul piano gestionale, sia su quello regolamentativo. Pertanto, se l'universo degli strumenti è eclettico, non meno eclettica è la prospettiva da cui analizzarli, che costringe il Rapporto ad aprirsi a un approccio interdisciplinare con la difficoltà che solitamente deriva dal far dialogare sistemi, operatori, culture e linguaggi differenti. Ciò premesso, proprio perché le esigenze della realtà quasi sempre si impongono sulle idee, a decorrere dal 1990 la finanza innovativa ha letteralmente invaso l'ambito applicativo pubblico e ha in gran parte stravolto le opzioni di funding tradizionalmente assunte. Un processo oltremodo indotto, oltre che dalla naturale innovazione dei prodotti volta a trovare soluzioni a rinnovate esigenze, anche da alcuni trend che hanno caratterizzato proprio gli anni più recenti quali: il contenimento dei regimi d'aiuto, le privatizzazioni / liberalizzazioni, l'unificazione monetaria, i vincoli del Patto di Stabilità e, infine, il passaggio da una finanza derivata a una maggiore autonomia finanziaria di Regioni ed Enti locali.

Infatti, l'insieme dato dalla carenza di risorse in ambito pubblico e dall'azione dell'Unione Europea volta a contenere i rischi di distorsione della concorrenza, lanciandosi in una dispendiosa gara alle sovvenzioni, hanno indotto a disciplinare in misura pervasiva le incentivazioni pubbliche e a contenerne l'intensità di aiuto. Conseguenza di ciò è stata la progressiva predilezione verso modalità d'intervento sempre più "levereggiate", che proprio nella finanza innovativa hanno trovato la loro più coerente realizzazione. La progressione nell'azione normativa di Bruxelles trova, infatti, l'inizio di un processo già nel Trattato con la definizione della fattispecie degli aiuti di Stato[1]. Processo che ha alimentato ininterrottamente il quadro regolatorio soprattutto negli anni '90: per gli aiuti alle imprese, il salvataggio e la ristrutturazione di imprese in difficoltà, la ricerca, lo

1 Artt. 92-93-94 del Trattato CEE del 1957, diventano con il Trattato di Amsterdam del 1999 gli artt. 87-88-89 e con l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona del 2009 gli artt. 107-108-109.

sviluppo e l'innovazione, l'esportazione, l'occupazione, la formazione, il capitale di rischio, la tutela dell'ambiente, le garanzie, oltre che per tutti i vincoli settoriali e le finalità regionali. Processo che è stato ulteriormente implementato e intensificato a partire dal 2005 con lo State Aid Action Plan, che ha segnato l'avvio della riforma comunitaria degli aiuti di Stato[2]. A indurre l'evoluzione verso forme di intervento maggiormente standard market è stato anche il processo di privatizzazione e di liberalizzazione che ha visto transitare molti operatori dalla sfera pubblicistica a quella privatistica e che, proprio negli anni '90, ha segnato la sua massima espressione in Europa e in Italia[3]. Questo passaggio ha creato le premesse per ridefinire la modalità d'intervento pubblico a fronte di operazioni che sono cambiate sia per chi eroga, sia per chi deve fruirne. Non si dimentichi che nello stesso periodo il processo delle privatizzazioni ha coinvolto il sistema bancario che da soggetto pubblico erogatore di risorse è divenuto intermediario di mercato che opera con regole e strumenti propri. I numeri possono darci un'idea del fenomeno, considerato che, prima della privatizzazione, le banche pubbliche rappresentavano il 90% dei prestiti alle imprese e l'80% dei depositi.

Ma i fattori più significativamente condizionanti la crescita della finanza innovativa sono stati indubbiamente l'unificazione monetaria e i vincoli indotti sul controllo del debito. In primis, i vincoli direttamente previsti sui saldi del Patto di Stabilità interno (PSI), introdotto con la Legge n. 448 del 23 dicembre 1998 (Legge Finanziaria per il 1999), che nelle sue rimodulazioni annuali ha codificato le modalità con cui le amministrazioni territoriali partecipano agli impegni che lo Stato italiano, dopo il trattato di Maastricht, ha assunto con i partner europei. In sostanza, un istituto diretto a definire il concorso di Regioni ed Enti locali alla politica di risanamento, ma anche un vincolo inderogabile cui occorre attenersi per la predisposizione e la gestione del bilancio preventivo. Proprio il PSI,

2 Una misura dell'incisività di questa azione è data dai valori complessivi dei regimi di aiuto monitorati dalla Commissione che a livello europeo (UE-27) passa da 87.350 milioni di euro nel 1992 a 73.225 milioni di euro nel 2009 (-16,2%), ovvero dall'1,1% allo 0,6% del PIL (-45,4%). Contrazione notevole a livello europeo e ancora più marcata per l'Italia, tanto che nel nostro Paese si passa da 21.473 milioni di euro del 1992 a 5.727 milioni di euro nel 2009 (- 73,3%) in termini assoluti, ovvero dall'1,7% allo 0,4% del PIL (- 76,5%).

3 Prima di quegli anni nel nostro Paese le uniche privatizzazioni sono state quelle dell'Alfa Romeo del 1986 (da parte dell'IRI) e della Lanerossi del 1983 (da parte dell'ENI). Gli anni in cui le privatizzazioni assunsero valori significativi sono quelli compresi tra il 1997 e il 1999 sotto il Governo Prodi (17.05.1996 - 21.10.1998) e il successivo doppio ticket con D'Alema (21.10.1998 - 25.04.2000). Si perfezionò in quel periodo circa il 55% delle operazioni per un valore di circa 67.000 miliardi di dollari (Telecom, Eni, Alitalia, Banca nazionale del Lavoro, Enel, Autostrade). Per arrivare agli anni più recenti, quelli del Governo Berlusconi (30 maggio 2001 - 27 aprile 2006), durante i quali si è dismessa ETI (Ente Tabacchi Italiani SpA) e Telecom Italia, sono passate a Cassa Depositi e Prestiti ENI, Enel e Poste Italiane e il 30% della Cassa alle Fondazioni Bancarie, quindi nel 2004 è stata la volta di Snam Rete Gas e Terna e un'ulteriore quota di Enel e nel 2005 di Terna, Enel e Wind.

ponendosi come principale limite all'autonomia finanziaria degli Enti locali, ha portato molti di questi ultimi a impiegare strumenti di finanza innovativa che operassero off balance e che quindi permettessero di non consolidare al debito pubblico dell'amministrazione promotrice quello delle iniziative attivate.

Il Patto di Stabilità e la sua declinazione interna sono oggetto, nel presente Rapporto, del contributo di Luca Bisio (Università degli Studi di Milano-Bicocca) e Daniele Valerio (Labser srl) volto a evidenziarne caratteristiche e differenze rispetto alle scelte che altri Paesi partner comunitari hanno assunto nella sua impostazione interna[4].

La finanza pubblica trova un elemento incentivante sia nella progressiva contrazione degli spazi di manovra nel ricorso al debito indotti dal Patto di Stabilità, sia nelle previsioni più generali volte a limitare l'assunzione di debito, che nel tempo sono risultate sempre più incisive e impegnative. Infatti, il Decreto legislativo n. 77 del 25 febbraio 1995 all'articolo 46 ha recuperato la disciplina del limite di indebitamento[5], che stabiliva che l'amministrazione locale non potesse deliberare l'assunzione di prestiti se l'importo annuale degli interessi sommato a quello relativo ai mutui precedentemente contratti e a quello derivante da garanzie prestate avesse superato il 25% delle entrate relative ai primi tre titoli del rendiconto del penultimo anno. Vincoli che sono stati progressivamente portati dal 25% all'8%[6]. Quindi, con la Legge di Stabilità 2012, si riducono progressivamente i limiti all'indebitamento degli Enti locali fino al 4% per il 2014[7], mentre per le Regioni l'importo complessivo delle annualità di ammorta-

4 "I Patti di Stabilità interni nelle esperienze federali europee" di Luca Bisio, professore di Economia e gestione delle imprese presso la Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Milano-Bicocca, e Daniele Valerio, consulente presso Labser srl, dove si occupa dei temi afferenti la finanza pubblica, la gestione delle partecipazioni comunali e dei servizi pubblici locali. Parte seconda - Contabilità, programmazione e vincoli comunitari.

5 Contenuta nell'articolo 1, comma 4, del decreto legge n. 946 del 29 dicembre 1977, convertito dalla Legge n. 43 del 1978.

6 La Legge n. 311/2004 ridurrà poi tale limite di indebitamento dal 25% al 12%. Si ricorda che nel frattempo, con la Legge n. 296/2006 il limite di indebitamento era stato portato dal 12% al 15%. Anche il D.L. n. 112 del 25 giugno 2008, convertito dalla Legge n. 133 del 6 agosto 2008, all'art. 77-bis comma 10, introduceva la previsione di riduzione del limite di indebitamento per gli EE.LL., rimandando a un apposito Decreto Ministeriale del MEF. In attesa di tale nuovo limite, rimaneva valida la misura del 15% prevista dal TUEL. E' opera della recente la Legge di Stabilità per il 2011 (Legge n. 220/2010), la riduzione del limite di indebitamento per gli EE.LL. dal 15% all'8%. Solo successivamente, il Decreto Milleproroghe, L. n. 10/2011, ha definito che il raggiungimento del nuovo limite debba avvenire in modo graduale e progressivo nell'arco di un triennio: 12% nel 2011, 10% nel 2012, per poi raggiungere e consolidare l'obiettivo dell'8% previsto dalla Legge di Stabilità a partire dal 2013 (art. 2, comma 39).

7 La Legge di Stabilità 2012, L. n. 183 del 12 novembre 2011, all'art. 8, comma 1, riduce ulteriormente i limiti all'indebitamento degli EE.LL. rispetto a quanto previsto dal D.L. n. 78/2010, modificato in termini di graduale avvicinamento al limite finale dal Decreto milleproroghe (L. n. 10/2011). La nuova previsione, infatti, stabilisce che il limite sia «l'8 per cento per l'anno 2012, il 6 per cento per l'anno 2013 e il 4 per cento a decorrere dall'anno 2014»

mento per capitale e interessi dei mutui e di altre forme di indebitamento di competenza di ciascun esercizio, passa dall'attuale 25% al 20% delle Entrate Tributarie. Non sono meno degne di menzione nel novero delle misure generali volte a contenere gli impegni debitori della P.A., l'acquisizione a vincolo costituzionale della possibilità per Comuni, Province, Città metropolitane e Regioni di ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento[8] e la successiva precisazione sui vincoli assunti al dettato costituzionale, redatta cercando di circoscrivere cosa si intenda per investimento e per debito, occasione per codificare come alcuni di questi impegni si estendano ai rapporti con le società partecipate[9]. Poco importa che le esigenze di contenimento dell'intervento pubblico siano per necessità di cassa o per rispetto della concorrenza nell'Unione Europa: nello spostamento di buona parte degli operatori pubblici nella sfera privatistica e, soprattutto, nelle politiche volte a tentare di contenere il debito pubblico articolate nel Patto di Stabilità interno e in una serie di provvedimenti, di cui solo alcuni sono stati richiamati, sono rintracciabili le cause che hanno alimentato il ricorso da parte di molte pubbliche amministrazioni a strumenti di finanza innovativa.

Cause cui va aggiunta un'altra assolutamente rilevante: la riforma istituzionale in chiave federalista e il passaggio dalla finanza derivata a un'autonomia finanziaria degli Enti locali. Questo passaggio è all'inizio di un suo percorso e ancora lontano dal trovare una sua evidenza quantitativa, come risulta anche dal contributo di Laura Campanini e Nicola Guadagni (Gruppo Intesa Sanpaolo)[10]. Anzi, "in questi anni si sono inasprite le limitazioni all'autonomia di Regioni ed Enti locali con tetti di spesa, vincoli sul personale, sugli investimenti, sullo sforzo fiscale e in questo quadro la certezza e programmabilità delle risorse delle Amministrazioni locali ne sono uscite fortemente compromesse. Inoltre, a prescindere dalle regole, i flussi finanziari hanno spesso determinato tensioni di liquidità e difficoltà nella gestione"[11]. Il giudizio degli autori evidenzia come, paradossalmente, a fronte di un'autonomia acquisita sul piano costituzionale nel 2001, l'autonomia formale per le norme di rango primario e secondario e quella sostanziale per la reale applicazione sconfessano un'evoluzione federale. Un

8 L'articolo 5 della Legge costituzionale n. 3 del 18 ottobre 2001, che ha modificato l'art. 119 della Costituzione. Il principio che Comuni, Province, Città metropolitane e Regioni possano ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento, risultava già presente nella legislazione ordinaria (i.e. Decreto legislativo n. 77 del 25 febbraio 1995). Tuttavia è stato elevato a principio costituzionale, rafforzandone il valore.

9 Legge n. 350 del 24 dicembre 2003.

10 "Autonomia finanziaria e vincoli di liquidità, il loro impatto sulla responsabilità di bilancio. Il ruolo dell'intermediario bancario" di Laura Campanini, Senior Economist presso il Servizio Studi e Ricerche di Banca Intesa Sanpaolo, e Nicola Guadagni, Responsabile Origination Support presso Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo (Gruppo Intesa Sanpaolo). Parte prima - Evoluzione federale tra benchmark e focus settoriali.

11 *Ibidem*.

giudizio che si proietta anche sul futuro è evincibile anche nell'analisi più specificatamente dedicata alla Regioni e alla sanità propria del contributo di Fabio Pammolli (IMT Alti studi di Lucca) e Nicola C. Salerno (CeRM)[12]. Ciò nonostante o, forse, proprio per ovviare a ciò, la strumentazione di finanza innovativa ha trovato un significativo recepimento nel quadro della disciplina nazionale: l'ultimo ventennio (1990-2010) ha visto, infatti, attuarsi la progressiva abilitazione (almeno formale) delle P.A. all'utilizzo di tutta una serie di strumenti e prodotti finanziari precedentemente afferenti quasi esclusivamente l'area privatistica. Ciò è avvenuto, però, grazie a un adeguamento del quadro normativo regolamentare disordinato, spesso alimentato da più interventi implementativi e rimodulativi non sempre coerenti, anche in relazione allo stesso oggetto e con tempistiche ravvicinate tanto da privare di certezze anche gli operatori più specializzati. Così sono oltre 100 gli interventi che disciplinano e rendono operativi prodotti e strumenti finanziari nel mercato pubblico italiano. Pertanto, numerosi sono stati negli ultimi dieci anni i provvedimenti che hanno ampliato le possibilità di finanziamento, gli strumenti e le soluzioni utilizzabili da parte delle amministrazioni locali e numerosi sono stati anche gli interventi che hanno novellato il quadro normativo che li ha abilitati, alimentati da lobbies che vogliono a piacimento ampliare uni-direzionalmente gli spazi applicativi o indotti da ripensamenti del regolatore 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 apertura, per poi essere sacrificati fino al finale divieto del loro impiego. Lo stesso dicasi delle emissioni obbligazionarie, il cui impiego è stato promosso e poi di fatto mortificato dall'evolvere del trattamento tributario associato e dal parallelo condizionamento dei derivati abbinati. Ma questa è anche la storia del project financing, rispetto al quale l'impegno normativo volto a implementarlo nel nostro Paese è stato ispirato più dalle naturali istanze di piegare tale modello ai desiderata degli operatori che dall'interesse a una sua evoluzione secondo le best practice internazionali. Questi sono tutti aspetti che emergono dai contributi ospitati nel presente Rapporto.

Il quadro normativo, sia sul fronte impositivo, sia sul fronte finanziario, caotico e in continua e repentina evoluzione certo non ha aiutato, né lo sviluppo di un mercato della finanza pubblica efficiente, né l'organizzazione di un mercato della finanza pubblica realmente fruibile sia per chi fa domanda di risorse finanziarie, sia per chi le vorrebbe offrire. Ciò

12 "Spesa sanitaria alla sfida degli standard: benchmarking tra Regioni con metodo econometrico panel" di Fabio Pammolli, Professore ordinario di Economia e gestione delle imprese e Direttore presso l'IMT Alti studi di Lucca, e Nicola C. Salerno, Senior Economist presso il CeRM, dove dirige l'area Finanza Pubblica e Regolazione, *Ibidem*.

premesso, il ventennio cui mi riferisco decorre a partire dalla Legge n. 403 del 22 dicembre 1990, che abolisce per le amministrazioni pubbliche l'obbligo di ottenimento della preventiva dichiarazione di indisponibilità da parte di Cassa Depositi e Prestiti (CDP), freno a un monopolio che aveva visto quest'ultima come unico soggetto "fornitore di finanza" agli Enti locali, ma anche inizio di un percorso che vedrà la CDP abilitata a dimostrare la sua valenza a prescindere dai dettati di carattere normativo. Nel medesimo anno, la Legge n. 142 dell'8 giugno 1990 indica tra le forme di finanziamento degli Enti locali i prestiti obbligazionari, solo più tardi precisamente disciplinati dall'articolo 35 della legge n. 724 del 23 dicembre 1994 e dal relativo regolamento di attuazione (D.M. 420 del 5 luglio 1996). Alle emissioni obbligazionarie dedica attenzione il contributo di Fabio Amatucci (SDA Bocconi) e Paolo Esposito (Università degli Studi di Roma "Tor Vergata")[13].

E' stata poi la volta dell'abilitazione del settore pubblico alla realizzazione di fondi comuni di investimento immobiliare con apporto pubblico quale mezzo per la valorizzazione e la dismissione dei patrimoni pubblici con la Legge n. 662 del 23 dicembre 1996. In realtà a tale legge hanno fatto seguito anche diverse leggi regionali che hanno previsto la possibilità per le Regioni di utilizzare tale strumento (ad es. L.r. 14/1997 della Regione Umbria, L.r. 12/1998 della Regione Emilia Romagna e L.r. n. 2/1999 della Regione Toscana) e, non ultime, le previsioni del federalismo demaniale, cui è dedicato il contributo di Alberto Brugnoli (Università degli Studi di Bergamo)[14].

Con riferimento al tema delle infrastrutture, si ricorda che nel 1998 è stata la volta del recepimento nella legge quadro sui lavori pubblici del project financing con la Legge n. 415 del 18 novembre 1998 (c.d. Merloni ter). Al project financing, nelle diverse forme giuridicamente strutturabili, che vanno anche oltre la strutturazione prevista dalla novellata legge sui lavori pubblici, sono dedicati più di un contributo del presente Rapporto, da quello di Micaela Celio e Ilaria Paradisi (UTFP)[15], che dà ampia rappre-

13 "Le emissioni obbligazionarie: strumento di autonomia finanziaria?" di Fabio Amatucci, docente senior della SDA Bocconi (Public Management & Policy) e ricercatore presso il CERGAS dell'Università Bocconi, e Paolo Esposito, Dottore di Ricerca in Economia e Gestione delle Aziende e delle Amministrazioni Pubbliche presso l'Università degli Studi di Roma "Tor Vergata". Parte quarta - La finanza innovativa tra opportunità e rischi per la finanza locale.

14 "La valorizzazione dei patrimoni immobiliari come strumento per finanziare gli investimenti delle amministrazioni pubbliche locali: strategie di riferimento, casi rilevanti e modelli emergenti" di Alberto Brugnoli, Direttore Generale di Éupolis Lombardia – Istituto superiore per la ricerca, la statistica e la formazione e Professore associato di Economia Applicata presso il Dipartimento di Scienze Economiche dell'Università degli Studi di Bergamo. Parte terza - Infrastrutture e investimenti per il territorio quale Public Procurement e PPP.

15 "Partenariato pubblico-privato e project finance: modelli normativi, procedurali, economici e finanziari, in funzione delle diverse tipologie di opere pubbliche" di Micaela Celio e Ilaria Paradisi, componenti dell'Unità Tecnica Finanza di Progetto (UTFP) presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri. *Ibidem*.

sentazione delle modalità applicative che le Public - Private Partnership (PPP) offrono, di come siano state codificate nel tempo e del mercato che si è sviluppato, al contributo di Federico Antellini Russo e Roberto Zampino (Consip S.p.A.)[16], che, tra l'altro, tenta di evidenziare tramite analisi empirica, se l'applicazione delle PPP sia stata motivata più dalla necessità di affrontare il gap infrastrutturale del nostro Paese o se, invece, la diffusione del suo impiego sia dovuto al tentativo di aggirare i vincoli di finanza pubblica. Aspetto che pure afferisce il project financing è quello del trattamento fiscale di tale tecnica offerto dal contributo di Giuliana Bo (UTFP)[17].

Tornando alla cronologia dei diversi strumenti attivati, nel 1999 è approvata la disciplina generale delle cartolarizzazioni con la Legge n. 130 del 30 aprile 1999, cui seguirà solo nel 2002 l'esplicita abilitazione per gli Enti locali con la Legge n. 289: anche in questo caso, non si è voluto far mancare al Rapporto una puntuale riflessione proposta dal contributo di Eugenio Piscino (Città di Pompei)[18].

Al set di strumenti finanziari a disposizione delle amministrazioni pubbliche si aggiunge nel 2001, con la legge n. 448 del 28 dicembre (Finanziaria per il 2002), la possibilità di contrarre mutui e prestiti di tipo bullet e nello stesso provvedimento, per quanto concerne la più ampia tematica della gestione del debito, è introdotta la possibilità di ricorrere a operazioni di swap per l'ammortamento del debito. A questa apertura si possono far decorrere una serie di interventi che aprono il varco a un impiego più diffuso dei derivati in ambito pubblico. Non potevano mancare nel Rapporto, su un tema tanto discusso come quello dei derivati, analisi e giudizi offerti dai contributi di: Carlo D. Mottura (Università degli Studi Roma Tre)[19], Luisa Sciandra (ISTAT)[20], Giorgio Ivaldi e Daniela Monacelli (Banca d'Italia) insieme a Maria Grazia Pazienza e Chiara Rapallini (Università di

16 "Tendenze e criticità del Partenariato Pubblico Privato nel settore infrastrutturale: quali evidenze in Italia?" di Federico Antellini Russo e Roberto Zampino, economisti nell'Area Research and Development di Consip SpA. *Ibidem*.

17 "L'aspetto fiscale del PPP. Breve analisi in ambito fiscale delle relazioni tra l'evoluzione del federalismo e il PPP" di Giuliana Bo, componente dell'Unità Tecnica Finanza di Progetto (UTFP) presso il Dipartimento per la Programmazione e il Coordinamento della Politica Economica della Presidenza del Consiglio dei Ministri. *Ibidem*.

18 "Le cartolarizzazioni nella Pubblica Amministrazione" di Eugenio Piscino, esperto di finanza locale e tributi locali e Dirigente degli Affari Finanziari della Città di Pompei. Parte quarta – La finanza innovativa tra opportunità e rischi per la finanza locale.

19 "I derivati al servizio della finanza pubblica: situazione e prospettive", di Carlo D. Mottura, Professore ordinario presso la Facoltà di Economia "Federico Caffè" dell'Università degli Studi Roma Tre, *Ibidem*.

20 "Italian Local Governments in OTC derivatives markets: the extent of the involvement and the analysis of the legal framework in a comparative perspective" di Luisa Sciandra, ricercatrice presso la Contabilità Nazionale dell'ISTAT (Servizio Statistiche di Finanza Pubblica). *Ibidem*.

Firenze)[21]. Si tratta di tre contributi sul tema dei derivati estremamente diversi: l'uno, di Carlo Mottura, propone questioni definitorie e d'uso degli strumenti derivati, discutendo criticità e contenuti essenziali del "fronte tecnico" relativo al dibattito in corso e approfondendo alcuni dei temi che sono fonte di equivoci dal punto di vista formale e sostanziale; l'altro, di Luisa Sciandra (ISTAT), propone una verifica sul quadro normativo e sull'accoutability dell'applicazione dei derivati in altri Paesi rispetto all'Italia, mentre nell'ultimo contributo gli autori si interrogano "sul ruolo che gli strumenti derivati possono svolgere nella gestione del debito da parte degli Enti locali e sui problemi sollevati dal ricorso a tali strumenti. In particolare, quale sia stata l'interazione tra il loro utilizzo, le modalità di contabilizzazione di queste operazioni nei bilanci pubblici e il sistema di incentivi impliciti per gli amministratori locali nelle regole di disciplina fiscale cui sono soggetti per rispettare i vincoli europei"[22].
Nella cronistoria dell'applicazione della finanza innovativa, a metà del decennio scorso, entra a far parte dell'esperienza italiana il private equity mobiliare con l'istituzione nel 2005 del Fondo High Tech per il Mezzogiorno, che rappresenta sicuramente un esempio di strumentazione a disposizione dell'intervento pubblico a favore delle imprese e dell'innovazione mediante equity. Il fondo oggi gestito dal DIT (Dipartimento per l'Innovazione e le Tecnologie) è infatti rivolto alle piccole e medie imprese (PMI) e start up tecnologiche[23]. L'esperienza italiana nell'impiego del private equity per l'impresa trova poi, lo scorso anno, più significativo compimento nel Fondo Italiano di Investimento, di iniziativa del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF)[24]. Sebbene il private equity per la competitività d'impresa non sia stato oggetto di uno specifico quadro regolatorio, le due iniziative citate sottolineano il fatto che anche que-

21 "Patto di Stabilità interno e indebitamento: il ricorso a strumenti di finanza innovativa tra efficienza finanziaria e solidità dei conti pubblici" di Giorgio Ivaldi e Daniela Monacelli di Banca d'Italia (Servizio Rapporti con il Tesoro), Maria Grazia Pazienza, Professore associato di Scienza delle Finanze presso l'Università di Firenze, e Chiara Rapallini, ricercatrice di Scienza delle Finanze presso la stessa Università. Parte seconda - Contabilità, programmazione e vincoli comunitari.

22 *Ibidem*.

23 E' stato istituito con Decreto del Ministro all'Innovazione del 18 ottobre 2005. Il bando per l'individuazione delle società di gestione del risparmio e dei fondi in cui effettuare gli investimenti è stato pubblicato il 25 luglio 2007 (il Fondo High Tech è stato notificato e autorizzato da Bruxelles nel 2006). Nel corso del 2008 si è concluso l'iter di aggiudicazione della gara e sono dunque stati individuati fondi e SGR in cui effettuare gli investimenti. Nei mesi di marzo-aprile 2009 si è perfezionata la sottoscrizione del 100% delle quote di competenza pubblica (DIT). La durata massima prevista per gli investimenti del fondo nei fondi figli selezionati è di 10 anni.

24 La società di gestione del risparmio (Fondo Italiano di Investimento SGR) è stata costituita il 18 marzo 2010 (7 soci paritetici al 14,3% ciascuno: MEF, CDP, ABI, Confindustria, Intesa-Sanpaolo, Unicredit, MPS), mentre in data 24 agosto 2010 Banca d'Italia ha autorizzato la SGR alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio e approvato il regolamento del fondo stesso.

sti prodotti finanziari siano stati acquisiti al mondo pubblico come leve finanziarie di scelte di politica industriale. Per meglio comprendere l'applicazione del private equity entro la sfera pubblica e la modellistica più opportuna per sfruttarne l'impiego, il presente Rapporto ospita il contributo di Fabio L. Sattin (Private Equity Partners SGR)[25] e quello di Giusy Cannone ed Elisa Ughetto (Politecnico di Torino)[26]. Entrambi i contributi permettono di valutare il fenomeno del private equity e l'ambito pubblico nella sua dimensione quantitativa e qualitativa. Nello specifico, Elisa Ughetto e Giusy Cannone offrono una ricognizione delle esperienze che coinvolgono le Regioni e anche molti spunti per qualificare le modalità più opportune d'impiego di questa strumentazione; Fabio L. Sattin offre un'altra chiave di lettura del fenomeno, in quanto la sua riflessione si muove dalla tipicizzazione del mercato italiano, per tracciare le linee guida che andrebbero rispettate nell'utilizzo del private equity come strumento di politica economica, che veda un minore e molto più efficiente utilizzo delle risorse pubbliche (peraltro, sempre più scarse) e un maggiore impiego di quelle private per raggiungere obbiettivi di rilevanza sociale ed economica generale, ma sempre nel rispetto delle logiche del mercato e della concorrenza. Per convogliare gli investimenti privati nei settori di interesse generale (come ad esempio quelli dell'innovazione e delle infrastrutture) è indispensabile adottare strutture di investimento atte ad allineare gli interessi di entrambe le parti (quella pubblica e quella privata) e per farlo al meglio lo studio di quanto è stato fatto in altri Paesi può fornire delle utilissime indicazioni. Nella riflessione di Sattin si cercano di identificare nello specifico le linee guida generali che dovrebbero ispirare questi strumenti di investimento nell'ambito di una partnership (partenariato) tra il settore pubblico e quello privato.

Sembra che il tema infrastrutture sia al centro dell'attenzione della nuova strumentazione finanziaria, tant'è che con la Legge n. 296/2006 (Legge finanziaria per il 2007) si ha l'introduzione, con il comma 907 dell'articolo 1, del contratto di locazione finanziaria, ossia il leasing finanziario, anche per la realizzazione, l'acquisizione e il completamento di opere pubbliche o di pubblica utilità, ripreso poi nel decreto legislativo n. 113/2007 (secondo decreto correttivo del Codice dei Contratti) e riformato dal Decreto legislativo n. 152/2008 (Terzo decreto correttivo).

Sempre in tema di investimenti, si annovera l'abilitazione dell'intervento pubblico al social housing mediante lo strumento del fondo immobiliare

25 "Private equity e finanza pubblica" di Fabio L. Sattin, Presidente e socio fondatore di Private Equity Partners SGR e Past Chairman dell'European Venture Capital Association. Parte quarta - La finanza innovativa tra opportunità e rischi per la finanza locale.

26 "Finanza pubblica a sostegno del capitale di rischio: quali iniziative regionali?" di Giusy Cannone ed Elisa Ughetto del Politecnico di Torino, *Ibidem*.

con il Piano Casa previsto dal decreto legge n. 112/2008[27]: il Piano ha previsto la costituzione di un sistema integrato nazionale e locale di fondi immobiliari per l'acquisizione e la realizzazione di immobili per l'edilizia residenziale, con la partecipazione di soggetti pubblici e privati, per la valorizzazione e l'incremento dell'offerta abitativa. Rispetto a questo tema, il Rapporto presenta una specifica riflessione contenuta nel contributo di Roberto Maselli (consulente) e Uberto Visconti di Massino (ING Real Estate Development)[28]. La finanza innovativa trova anche recentissime previsioni: basti pensare a quella di una società di gestione del risparmio (SGR) del MEF per le dismissioni immobiliari[29] o al Fondo Strategico Italiano lanciato da Cassa Depositi e Prestiti[30]. L'elenco fin qui svolto, che segue l'ordine cronologico di attivazione dei vari strumenti, dà evidenza di come la finanza innovativa sia a pieno titolo entrata, nelle diverse fattispecie, a far parte della strumentazione al servizio della pubblica amministrazione. Il Rapporto ha ovviamente dedicato a ognuna di tali fattispecie una o più riflessioni senza la presunzione di essere esaustivo, ma nel tentativo di leggere con maggiore ordine la molteplicità degli interventi normativi, con la volontà di raccogliere suggerimenti utili per una sua razionalizzazione e per un approccio adeguato a tale modellistica. Oltre a stabilire se i volumi che la finanza innovativa ha garantito al sistema pubblico nella loro applicazione siano coerenti e rispettosi di molti principi, era anche importante valutare se alla progressiva implementazione del recepimento normativo di nuovi strumenti finanziari, di cui si è data sintetica traccia, corrispondesse anche un assetto della disciplina in ulteriori interventi re-

27 Convertito nella legge n.133/2008, approvato successivamente con il DPCM del 16 luglio 2009.

28 "Gli strumenti economico-finanziari per lo sviluppo di Edilizia Privata Sociale nel rapporto pubblico-privato" di Roberto Maselli, Consulente per la progettazione e implementazione di iniziative immobiliari complesse sia verso la P.A., sia verso soggetti privati, e Uberto Visconti di Massino, Responsabile di ricerca e strategie di ING Real Estate Development. Parte terza - Infrastrutture e investimenti per il territorio quale Public Procurement e PPP.

29 Con il D.L. n. 98 del 6 luglio 2011, convertito nella Legge n. 111/2011, all'art. 33 è stata decretata la costituzione di una SGR con capitale di 2 milioni per l'anno 2012 (detenuta dal MEF), finalizzata all'istituzione di uno o più fondi che investiranno in fondi promossi da Regioni, Provincie, Comuni per valorizzare il proprio patrimonio disponibile, nonché per investire direttamente al fine di acquisire immobili in locazione passiva alle P.A. In pratica si ripropone l'intervento del private equity immobiliare, per le dismissioni immobiliari. Questo articolo abroga parte dell'art. 6 del D.lgs 85/2010 "Valorizzazione dei beni attraverso fondi comuni di investimento immobiliare". I beni apportati dai fondi "locali" possono essere già di proprietà degli EE.LL. (L. 06/08/2008, n.133) o da federalismo demaniale (D.Lgs. 28/05/2010, n.85)

30 Il Fondo ha per obiettivo lo sviluppo del sistema economico nazionale mediante la crescita dimensionale, il miglioramento dell'efficienza operativa, l'aggregazione, l'accrescimento della competitività a livello internazionale delle imprese strategiche italiane. E per imprese strategiche sono considerate (ai sensi del Decreto Ministeriale dell'8 maggio 2011) le imprese che operano nei settori della difesa, della sicurezza, delle infrastrutture e pubblici servizi, dei trasporti, della comunicazione, dell'energia, delle assicurazioni, dell'intermediazione finanziaria, della ricerca e alta tecnologia.

golatori che li rendesse pienamente fruibili. E qui purtroppo, a dimostrazione di quanto sia opportuna una riflessione, è necessario dire che lo sviluppo è stato meno lineare e più complesso e, come già premesso, articolato in una pluralità estesa di provvedimenti. Alcune rappresentazioni dell'evoluzione di taluni strumenti rendono evidente questo groviglio di misure e interventi disciplinanti e danno una proxi sufficientemente significativa di come sia difficile che si consolidino mercati maturi della finanza locale per ciascuno di questi strumenti a fronte di reiterati "cambi di rotta". Cambiamenti che minano la certezza delle regole del gioco entro cui gli operatori economici devono pianificare le proprie tattiche e strategie. Prima di entrare nel merito di tale criticità, vale la pena dare ragione del perché della declinazione del Rapporto in chiave federalista.

1.2. Autonomia finanziaria ed evoluzione del percorso federale

Il tema dell'approvvigionamento finanziario del sistema pubblico non può prescindere dal cambiamento epocale del complesso istituzionale. Il processo "federale" in itinere cambia radicalmente la natura dei soggetti che assumono debito e conseguentemente, determinando un possibile passaggio da una finanza derivata a una finanza autonoma delle amministrazioni locali, cambia il modello di funding complessivo. Se la rivoluzione aperta dall'attuazione della Legge delega n. 42/2009 poggia su un complessa ridefinizione dell'impianto istituzionale volta a modificare per gli Enti territoriali le competenze normative, impositive e finanziarie, va riconosciuto che queste tre facce del prisma federale sono l'una necessaria all'altra. Per dare coerenza alla riappropriazione da parte dei territori di un ruolo che l'impianto costituzionale già parzialmente prevedeva e che la revisione della Costituzione del 2001 ha intensificato, il lavoro è complesso ed estremamente significativo su tutti e tre i livelli accennati (normativo, tributario, finanziario). Siamo solo all'inizio di una rivoluzione degli assetti istituzionali della nostra democrazia repubblicana, che non ha eguali e che perciò non si può pretendere che si consumi in tempi brevi. Oltre a un'attenzione ai tempi di realizzazione del disegno federale, che potrebbero minarne la realizzabilità, è altrettanto indispensabile che i tasselli della ricomposizione di tali equilibri si sviluppino tutti e, soprattutto, in un percorso attuativo parallelo. Non è pensabile riassettare l'impianto dell'apparato di Governo e della P.A. nel suo complesso agendo solo sulle deleghe poi sulle risorse e/o solo sulle risorse e poi sulla possibilità di modularle nel tempo, agio questo garantito dalla finanza. E' immediato riconoscere che un'amministrazione non può far nulla se le

sono riconosciute competenze normative ma non risorse per attuarle (rivendicazione già oggetto della riforma Bassanini), ma è meno immediato che la stessa simmetria valga per la finanza, cioè che all'assegnazione delle risorse non corrisponda la possibilità di modularle nel tempo e nello spazio, funzionalità questa propria della finanza. La finanza ha la proprietà di sanare asimmetrie temporali di grandezze economiche (fruire oggi di risorse di cui disporrò economicamente domani o impiegare domani risorse che ho risparmiato oggi) o asimmetrie dello spazio (riconciliando i surplus di un territorio o di un soggetto giuridico con i deficit di un altro) o, ancora, asimmetrie di rischio (abbinando la grandezza economica cui è associato un grado di rischio con altre nella loro quantificazione economica più sicura). Questa libertà di fruire della funzione finanziaria non può mancare agli Enti territoriali, come non può mancare all'impianto complessivo della riforma federalista in atto. Pertanto, uno degli obiettivi del presente Rapporto è stato quello di valutare l'evoluzione dell'autonomia finanziaria e la coerenza della strumentazione di finanza innovativa con il futuro ruolo degli Enti territoriali. Potrebbe, infatti, essere abilitato nella sfera pubblica un prodotto o uno strumento finanziario che però non potrà essere gestito dal territorio, come potrebbe essere abilitata la gestione finanziaria ma escluso per l'Ente il potere di governare le grandezze economiche su cui la strumentazione finanziaria dovrà fare affidamento: i flussi economici che vanno riconciliati nel tempo, nello spazio o nel profilo di rischio devono infatti essere realmente presidiabili dalle amministrazioni territoriali. Non c'è programmazione finanziaria senza autonomia nel presidio di queste grandezze economiche (ricavi, tributi, tariffe o costi) cosi come, allo stesso tempo, non c'è programmazione finanziaria senza la possibilità di poter governare la finanza che permette di modulare nel tempo e nello spazio quelle grandezze economiche. Autonomia normativa, regolamentare e impositiva e autonomia finanziaria sono due facce della stessa medaglia. Due sono i contributi che rendono evidente questa connessione: il contributo di John Paul Decker (California State Controller)[31] e quello di Lisa Grazzini e Alessandro Petretto (Università di Firenze)[32]. L'uno volto a dimostrare come la modulazione della capacità impositiva in California e la sua regolamentazione dalle previsioni costituzionali alle norme di rango inferiore abbiano abilitato un funding

31 "Fiscal Rules and Public Debt: California's Experiments with Fiscal Federalism" di John Paul Decker, esperto del sistema fiscale statale e locale della California e, attualmente, consulente fiscale presso il California State Controller. Parte prima - Evoluzione federale tra benchmark e focus settoriale.

32 "Earmarked taxation for financing public investments projects" di Lisa Grazzini, Professore associato di Scienza delle Finanze ed Economics of Health and Education presso l'Università di Firenze, e Alessandro Petretto, Professore ordinario di Economia Pubblica presso la stessa Università. Parte terza - infrastrutture e investimenti per il territorio quale Public Procurement e PPP.

locale sostenibile nel tempo e, l'altro, come possano essere modulate tasse di scopo e tariffe nel finanziamento di progetti locali in Italia.
Liberare la leva fiscale senza liberare spazi di manovra per la leva del debito o il contrario servirà a poco. Così nel modello di finanziamento californiano, nell'utilizzo della leva fiscale a fronte dell'aumento del livello di indebitamento bisogna render conto ai cittadini prima che allo stato federale. Negli USA la leva fiscale non è usata come strumento di drenaggio di risorse, una sorta di onnivora unica fiscalità generale, ma come possibilità di riconoscere al pubblico una parte del valore che in futuro uno specifico progetto o programma, riguardante un'intera macro-comunità, produrrà per i soggetti d'imposta. Perché un Ente locale possa catturare oggi il valore futuro di un investimento, finanziato con l'attualizzazione delle imposte su parte di quel valore, è necessario che lo stesso ente abbia il potere di strutturare il prelievo fiscale nei suoi requisiti soggettivi e oggettivi e nelle sue modalità di calcolo. Altro presupposto è che il soggetto pubblico possa governare la leva tributaria e leva finanziaria in misura eguale per poterle modulare in modo complementare. Deve realizzarsi un modello dove l'attualizzazione di flussi fiscali futuri o la loro combinazione nel tempo trovi nella finanza la sua cinghia di trasmissione; allo stesso tempo, la possibilità di declinare la dimensione di questi flussi è la condicio sine qua non per adattarli al finanziamento dei progetti. Ecco perché la declinazione della finanza innovativa è la risposta più adeguata alle esigenze finanziarie del territorio, ma richiede una libertà di manovra che le amministrazioni territoriali non hanno ancora acquisito né sul fronte tributario, né su quello finanziario. Sul fronte tributario, nonostante il gran lavoro di emanazione di tutti i decreti attuativi in applicazione della Legge delega n. 42/2009, ad oggi appare evidente che manca ancora molto per la completa attuazione della riforma e che sono necessari altri decreti legislativi e un insieme vasto di DPCM, regolamenti, convenzioni, atti amministrativi cui è rimandata la parte regolamentativa. Si è stimato debbano essere assunti tra i 70 e 100 decreti: basti pensare ai decreti che devono disciplinare i fondi perequativi o i decreti del Presidente del Consiglio dei ministri che devono definire il livello di compartecipazione ad alcune imposte, le addizionali o le soppressioni di trasferimenti statali, o si pensi, solo a titolo esemplificativo, ai regolamenti per l'imposta municipale o di soggiorno. Del resto, non solo sono ancora in fieri i margini di libertà impositiva degli Enti territoriali, quindi ancora non definibili e quantificabili le entrate proprie, le entrate proprie derivate e le compartecipazioni, ma sono ancora tutte da definire le risorse perequative di cui potranno disporre gli Enti locali. Queste dipendono dalla quantificazione del loro fabbisogno che è funzione dei costi standard e dei livelli essenziali delle prestazioni (per le Regioni) e delle funzioni fondamentali (per gli EE.LL.).

Per le Regioni si sta lavorando solo sulla sanità, dove c'era comunque già un pregresso normativo rilevante, ma nulla è ancora stato fatto per quanto concerne la definizione dei LEP nell'istruzione e nell'assistenza. Per i Comuni la definizione dei costi standard, di cui è delegata la SOSE, è in corso di applicazione a un elenco di funzioni fondamentali che è provvisorio e l'identificazione definitiva dovrà avvenire con l'approvazione della Carta delle Autonomie. Se quest'ultima legge porterà a un elenco diverso, l'analisi effettuata sui costi standard dovrà essere modificata e rivista, con impatti sulle regole e procedure di finanziamento. Alla complessità propria del definire i costi standard si aggiunge l'attuale mancanza di una codifica di come potranno gli stessi condizionare il riparto dei fondi e di come sarà gestito il finanziamento nei settori la cui operatività compete contemporaneamente a più livelli istituzionali (ad es. istruzione o alcune funzioni del sociale). A tutto ciò si aggiunga che mancano anche le regole di coordinamento della finanza pubblica nazionale. Sicuramente si può dar atto di un gran lavoro, ma se un cantiere impressionante è stato varato e la trasformazione del nostro sistema tributario ampiamente iniziata, l'assetto finale, anche solo previsionalmente, è tutt'altro che definito. Se, senza far torto al lavoro istituzionale intrapreso, per ora non si può parlare di autonomia tributaria e, come anticipato nel paragrafo precedente, non si può altresì parlare di autonomia finanziaria, quali sono allora le ragioni che hanno alimentato la dimensione applicativa della finanza innovativa? E, soprattutto, quali applicazioni si ipotizza possano avvenire in futuro? La risposta a questo quesito si riflette nelle pagine del Rapporto, così come riverberano indicazioni su come in futuro la finanza innovativa possa adeguatamente assolvere a una quota di funding pubblico. Ma questo potrà accadere solo a condizione che si definisca una modellistica applicativa per questi strumenti coerente e, soprattutto, che si garantisca alle Regioni e agli Enti locali una libertà finanziaria almeno equiparabile a quella ipotizzata, seppur non definita, sul fronte tributario.

1.3. Una questione di metodo

Le ragioni di un Rapporto dedicato alla finanza innovativa e al federalismo fin qui esposte probabilmente danno già sufficientemente motivazione dell'originalità dello stesso all'interno delle riflessioni che altri hanno dedicato alla finanza locale. Vale tuttavia la pena puntualizzare quegli elementi che dovrebbero caratterizzare i contributi e i Rapporti futuri e che in parte qualificano il primo Rapporto e i contributi già offerti.
Il Rapporto non dovrebbe limitarsi ad analisi macro-economiche, ricognizioni preziose ma che molti autorevolmente già svolgono, e dovrebbe invece concentrarsi sulla messa a fuoco della modellistica più coerente ed

efficace per la strutturazione e l'impiego di prodotti finanziari al servizio del territorio. La modellistica deve essere analizzata sul piano gestionale e organizzativo, su quello giuridico (civilistico e pubblico amministrativo), contabile e finanziario. Ciò permette di codificare prodotti e strumenti di finanza che proprio in simili dettagli trovano i presupposti o le condizioni per una loro più efficiente applicazione o i vincoli e le interdizioni a un loro possibile impiego. Un'interdisciplinarietà che richiede attenzione anche ai temi afferenti i controlli, il sistema di vigilanza e la compliance: la strumentazione finanziaria innovativa chiede quasi sempre abilitazione per essere promossa, regole e subordinazione agli organismi di vigilanza per essere gestita, nonché compliance con il quadro e la disciplina sia dell'area privata, sia dell'area pubblica. Tale interdisciplinarietà è evidente sfogliando il presente Rapporto tanto che ai contributi specificatamente di natura finanziaria sono abbinati contributi afferenti altre specifiche discipline: penso al contributo di Massimo Anzalone, Giuseppe Florio e Ottavio Ricchi (Ragioneria Generale dello Stato)[33], relativo all'adeguamento del sistema di contabilità nazionale e all'armonizzazione dei sistemi contabili e degli schemi di bilancio delle amministrazioni pubbliche. Un tema di estremo interesse e di significativa importanza considerato il condizionamento che hanno le regole contabili e quelle di formazione dei bilanci sull'identificazione del rispetto dei parametri di Maastricht e, a cascata, sull'applicazione del Patto di Stabilità interno o di altri vincoli all'assunzione di debito da parte di Regioni e Enti locali. Contabilizzare un'operazione in un modo piuttosto che in un altro può cambiare radicalmente il rispetto di una serie di vincoli di finanza pubblica e la scelta di contabilizzare con modalità alternative non è sempre di facile applicazione nelle operazioni di finanza innovativa: basti pensare alle regole di Eurostat "Treatment of public private partnerships" dell'11 febbraio 2004 sul consolidamento di un'operazione di project financing al bilancio pubblico dell'ente promotore o lo stesso per le cartolarizzazioni, casistiche entrambe citate dagli autori. Ma la riflessione tipicamente amministrativo-contabile rischia di avere effetti ancor più significativi sul tema del Rapporto nella sua declinazione federalista: l'impossibilità di disporre di fonti informative proprie, di sistemi contabili, di dati riconciliabili e di quantificazioni aggiornate rappresenta uno dei fattori di maggiore difficoltà nel calcolo dei costi standard e degli algoritmi perequativi che devono supportare la definizione della riforma federale e la sua operatività nel prosieguo. A evidenza di un approccio interdisciplinare sono interessanti anche i due con-

33 "Il processo di riforma della finanza pubblica: innovazioni e strumenti per una gestione più efficace e trasparente dei dati" di Massimo Anzalone, Dipartimento di contabilità e finanza pubblica, Giuseppe Florio e Ottavio Ricchi , Servizio Studi Dipartimentale della Ragioneria Generale dello Stato. Parte seconda - Contabilità, programmazione e vincoli comunitari.

tributi di estrazione giuridica rispettivamente di Velia M. Leone (Studio Legale Leone & Associati)[34], Francesco Decarolis (University of Wisconsin Madison) e Cristina Giorgiantonio (Banca d'Italia)[35]. Questi ultimi offrono un'analisi dal profilo giuridico volta a indagare, alla luce del federalismo, l'effetto indotto dalla personalizzazione del quadro normativo degli appalti pubblici a opera delle amministrazioni territoriali: un'analisi interessante perché supportata da un'evidenza empirica econometrica. Un tasso di personalizzazione a volte improprio che condiziona il profilo di certezza normativa per sconfinare anche nell'illegittimità oltre che gestionalmente sconveniente, tutti aspetti che condizionano il finanziamento. Il lavoro sulla formazione locale degli appalti pubblici evidenzia come nel law making process italiano predomini l'approccio tecnico-giuridico senza dare rilevanza o, per lo meno, senza dare adeguata significatività agli aspetti economici e finanziari, a dimostrazione di come il quadro giuridico tenda a trattare il problema finanziario come elemento residuale del processo o a relegarlo al ruolo di vincolo endogeno al processo, sbagliando completamente approccio. Il contributo di Velia M. Leone[36] ha, invece, il pregio di approcciare un nuovo istituto, i cosiddetti "appalti pre-commerciali" di servizi di ricerca e sviluppo (R&S), per verificarne l'applicabilità concreta e contribuire a costituire un modello per le amministrazioni aggiudicatrici. Ma l'istituto degli appalti pre-commerciali non è tanto paradigmatico perché evidenzia come la P.A. possa attrezzarsi per una sempre più sofisticata organizzazione del public procurement, quanto piuttosto perché dimostra come i limiti delle conoscenze della P.A. possano attingere al know how privatistico senza rinunciare a un confronto competitivo. Ricorrere alla consultazione del mercato per orientare i propri acquisti volti all'innovazione vale potenzialmente per tutti i settori, non solo per la ricerca, e per tutti gli investimenti e questo può interessare direttamente anche la finanza se l'oggetto dell'appalto dovesse includere la soluzione finanziaria di un investimento. Allora "dialogo tecnico", consultazione pre-gara, valutazione secondo il criterio dell'offerta economicamente vantaggiosa, modulazione contrattuale flessibile per recepire il refreshing tecnologico rappresentano i capisaldi di un approccio indispensabile per affrontare anche le soluzioni finanziarie, direttamente o indirettamente, perché chiamate ad adattare il proprio intervento alle soluzioni che si sono adottate. Certo la casistica che le esperienze italiane sul tema mostrano è quasi

34 "Gli appalti pre-commerciali di servizi di ricerca e sviluppo" di Velia M. Leone, socio fondatore dello Studio Legale Leone & Associati. Parte terza - Infrastrutture e investimenti per il territorio quale Public Procurement e PPP.

35 "Appalti pubblici e federalismo: riparto di competenze e vincoli comunitari nell'affidamento dei lavori pubblici in Italia" di Francesco Decarolis, Assistant Professor nel Dipartimento di Economia della University of Wisconsin Madison, e Cristina Giorgiantonio, Servizio Studi di Struttura Economica e Finanziaria di Banca d'Italia, *Ibidem*.

36 rif. nota 34.

inesistente e, come al solito, primeggiano nelle best practices europee quei Paesi che non hanno un diritto amministrativo, come l'Inghilterra e l'Olanda. Ciò non significa che il percorso non possa essere adottato anche a normativa vigente in Italia: in fondo, il dialogo competitivo, la novità introdotta nel settore degli appalti pubblici dal legislatore comunitario, è, come evidenziano nel loro contributo anche Micaela Celio e Ilaria Paradisi[37], ormai acquisito dal legislatore alla nostra disciplina con il Codice dei contratti (art. 58) e si può parlare di confronto con gli operatori senza che questo venga visto "come l'anticamera dell'inferno".

Proprio il richiamo dantesco permette di evidenziare che esiste anche un problema di approccio culturale e non solo formativo, ampiamente sedimentato nell'impianto normativo nazionale e che fatica a reinterpretare l'assetto del funding pubblico innovativo, spesso caratterizzato da partnership pubblico-private o dove gli ambiti di cooperazione tra operatori pubblici e privati sono sempre più ibridi e compenetrati, con una strutturazione dell'operatività tailor made sulle esigenze finanziarie del progetto o del programma e non su standard rigidamente e normativamente predefiniti, dove la parte pubblica deve cedere a quella finanziaria garanzie non solo patrimoniali, ma anche strettamente afferenti l'esercizio della propria potestà. Questi e altri elementi, che qualificano una rivoluzione culturale per chi è cresciuto appartenendo a un modello di finanza derivata alimentato da una fiscalità generale, devono essere promossi e rappresentati nella loro capacità risolutiva dei problemi: ecco perché un Rapporto su un tema così di frontiera deve cercare di monitorare anche le case history che tracciano il maturare di un'esperienza in itinere.

Ciò permette di rappresentare le best practices e le maggiori attenzioni da porre nell'utilizzo di tali soluzioni finanziarie e, attraverso la loro forza rappresentativa, di originare emulazioni che nel tempo ne codifichino i comportamenti anche sul piano culturale. Le case history sono una rappresentazione utilissima anche quando un fenomeno non è ancora consolidato e quando mancano quindi serie storiche di dati che ne fotografino l'applicazione e l'incidenza: questo è il caso della finanza innovativa che, pur rappresentando un fenomeno relativamente giovane, soffre di un'endemica scarsa accountability. Una scarsa tracciabilità del fenomeno e una scarsa trasparenza dei dati per lo più dovuta al fatto che opera in buona parte fuori bilancio e in molti casi con prodotti finanziari che non sono scambiati su mercati regolamentati (ad es. i derivati) o non sono oggetto di segregate rilevazioni contabili anche in ambito privatistico (ad es. il project financing). A ciò non si può non aggiungere un investimento scarso da parte del settore pubblico forse indotto dalle scarse risorse finanziarie e professionali disponibili. Del resto, giudicare e correggere le proprie po-

37 rif. nota 15.

litiche in funzione delle evidenze empiriche secondo metodiche più tradizionali e forse più ortodosse costringe a tempi di implementazione di banche dati e serie storiche pluriennali con la possibilità di esprimersi solo ex post, lavoro questo maggiormente da economisti. Senza rinunciare a ciò, è utile anche produrre una rigorosa modellistica di riferimento e il giudizio che le case history possono fornire può essere utilissimo per metabolizzare l'esperienza sul campo e verificare la coerenza con gli indirizzi politici che si erano assunti per evidenziare le dovute correzioni. Ecco perché il Rapporto, pur producendo analisi empiriche ed econometriche[38], anche per ambiti ricognitivi che soffrono della carenza di dati consuntivi come quello del project financing[39], ha fatto ricorso alle case history e alla tracciatura descrittiva delle esperienze in atto per fornire il quadro esplicativo del fenomeno, come per la valorizzazione del patrimonio immobiliare[40], per lo sviluppo dell'edilizia privata sociale[41] e per il private equity d'iniziativa regionale[42].

Ma tutto questo deve servire per tentare di articolare una modellistica che possa indicare le modalità più adeguate per sviluppare la finanza innovativa in ambito pubblico e, soprattutto, per farlo in modo coerente con il processo di devolution in atto. Ci sono applicazioni di questi strumenti che rispettano l'autonomia finanziaria degli Enti locali e la valorizzano, come accade ad esempio con il Fondo Italiano d'Investimento per le PMI o il Fondo Investimenti per l'Abitare (FIA), ed esperienze che invece sembrano meno coerenti e rispettose di questa autonomia, si pensi all'esperienza di F2i - Fondi Italiani per le Infrastrutture. Infatti, il semplice operare come fondo di fondi delle prime due esperienze rispetto all'ultima abilita iniziative dedicate ai territori o finanziariamente promosse dagli stessi, iniziative pregiudicate nel caso dell'investimento diretto. Tutto questo deve servire anche a produrre linee guida che siano adatte a coinvolgere i privati in un rapporto responsabile e market oriented: anche in questi casi la modalità con cui si abbinano finanza e funzioni pubbliche con risorse e operatività private richiede equilibri rispettosi dei reciproci

38 A tal proposito si vedano i contributi già citati (rif. note 10, 12, 21, 35) e il contributo intitolato "Il decentramento finanziario in alcuni Paesi europei: la ripartizione delle risorse pubbliche tra livelli di governo alla vigilia della riforma federale" di Gian Angelo Bellati, Segretario Generale di Unioncamere Veneto), Alberto Cestari, ricercatore presso il Centro Studi Sintesi di Venezia, Giovanna Guzzo, ricercatrice presso il Centro Studi di Unioncamere Veneto e collaboratrice con l'Osservatorio regionale sul federalismo e la finanza pubblica, Marco Mazzoni, avvocato e dottorando di ricerca in Diritto costituzionale, Serafino Pitingaro, responsabile del Centro Studi di Unioncamere Veneto e collaboratore con l'Osservatorio regionale sul federalismo e la finanza pubblica. Parte prima - Evoluzione federale tra benchmark e focus settoriali.

39 rif. nota 16.

40 rif. nota 14.

41 rif. nota 28.

42 rif. nota 26.

ruoli. Molte volte gli strumenti messi in campo sono risultati fortemente "squilibrati" su un fronte piuttosto che su un altro: si legga, a tal proposito, il contributo di Fabio Sattin[43] e le raccomandazioni che propone per un impiego efficace del private equity. In sostanza, per quanto riguarda le modalità d'impiego della finanza innovativa, crocevia per lo sviluppo di una sussidiarietà verticale, è necessario vigilare a che iniziative nate per valorizzare l'autonomia finanziaria con il territorio e coinvolgere operatori e mercati privati nel proprio sviluppo non diventino invece occasione per tradirne lo spirito e sperimentare nella pratica un approccio contrario alla dimensione ideale che le ha originate.

2. Principali evidenze

2.1. Un federalismo nella forma più che nella sostanza, ancor più nelle idee piuttosto che tracciato sulla carta

Un federalismo in gran parte ancora inattuato sul piano formale e ancor più su quello sostanziale, con l'evidenza non solo di un processo che stenta a trovare il suo compimento, ma pure di un percorso dove l'autonomia, nuovo paradigma degli Enti locali, anziché essere progressivamente esaltata, risulta in contrazione. Una regressione a dispetto di quanto avrebbero fatto pensare gli indirizzi politici, le previsioni costituzionali del 2001 e la Legge n. 42 del 2009 (Legge delega sul federalismo), nonché i relativi decreti legge attuativi che al momento della redazione del Rapporto si apprestano a chiudere nei termini di legge l'attuazione costituzionale[44]. Di questa contraddittoria evoluzione è ricco di riferimenti empirici e quantitativi il contributo, già citato, di Laura Campanini e Nicola Guadagni, che presenta l'autonomia tributaria, gestionale, finanziaria, il grado di autofinanziamento e l'autonomia di cassa degli Enti locali per comparto istituzionale. La ricognizione offerta è in grado di tracciare una serie storica significativa che copre quasi un decennio (2001-2009) e che ricostruisce la precarietà degli assetti di bilancio pubblici degli Enti e la difficoltà nell'esercizio di governo delle risorse, in termini sia di programmazione, sia di gestione. Tutto ciò quale esito di reiterati blocchi delle imposte addizionali, della prevalenza a strutturare forme di compartecipazione impositiva ai tributi dell'erario nazionale, dell'abolizione d'imposte o della riduzione di basi imponibili di cui sono esempio più che rappresentativo l'esenzione dell'ICI sulla prima casa e la sospensione del potere delle Regioni e degli

43 rif. nota 25.
44 Seppur grazie a una proroga semestrale a opera della Legge n. 85 dell'8 giugno 2011.

Enti locali di deliberare aumenti di tributi, addizionali, aliquote ovvero maggiorazioni di aliquote di tributi a essi attribuiti con la Legge n. 126 del 24 Luglio 2008. Una precarietà che nell'analisi è certificata con meticolosità attraverso medie, mediane ed elaborazioni per percentili nel tentativo di fotografare il legame di questa patologia con il territorio, le dimensioni organizzative degli Enti e le forti differenziazioni tra un'amministrazione e l'altra. L'analisi sottolinea come, in tutti questi anni, l'incidenza delle entrate tributarie sul totale delle entrate correnti per Regioni, Province e Comuni non ha subito cambiamenti essenziali; al contrario, si è registrata una flessione dell'autonomia. Un mancato protagonismo locale che induce inefficienza e scarsa responsabilità, tanto che alla bassa autonomia degli Enti sul fronte delle entrate, quindi di amministrazioni con trasferimenti governativi consistenti, tende a corrispondere una maggior spesa per il personale, mentre, paradossalmente, si dimostra una maggior responsabilità di bilancio dove esiste un'elevata autonomia tributaria e finanziaria. Pochi dati possono riassumere il contesto attuale e sancire il giudizio testé riassunto sull'evoluzione federale del nostro Paese: un'autonomia tributaria tra il 29% e il 43% e un grado di autofinanziamento delle proprie spese tra il 50% e il 60%, valori questi che se analizzati nella loro distribuzione sono ulteriormente frustrati dalla prevalenza di situazioni numericamente meno "performanti" espresse dai percentili peggiori. Dati eclatanti che fotografano una dipendenza dallo Stato centrale, dipendenza che nella sostanza non sembra poter evolvere, considerato che l'indirizzo tracciato per l'attuazione del federalismo tra fiscalizzazioni di parte dei trasferimenti[45] e perequazioni delle risorse[46] poco potrà mutare nel futuro per molte amministrazioni. Un federalismo che deve affrontare le sfide di significative divergenze nei sistemi economico - sociali e nella fruizione di servizi essenziali come rappresentatoci da Fabio Pammolli e Nicola C. Salerno nel proprio contributo. La ricognizione prodotta rende giustizia di una divergenza di inefficienze nella gestione del servizio sanitario che è misurata in 12 miliardi di euro, l'equivalente dello 0,79% del PIL italiano e per lo più originata da quattro Regioni (Campania 3,5 miliardi, Sicilia 2,1 miliardi, Puglia 1,7 miliardi e Lazio 1,4 miliardi), dove si concentra il 73% delle risorse complessivamente liberabili. Alla divergenza sulle performance, si aggiunge quella sulle dotazioni infrastrutturali e impiantistiche dei sistemi sanitari che, puntualizzata dall'indicatore sintetico di infrastrutturazione dei Servizi Sanitari Regionali (SSR) costruito dall'Istat, rappresenta un Mezzogiorno staccato di circa 25 punti percentuali rispetto alla media Italia, così che tra il Nord Est e il Mezzogiorno il gap

45 Sostituzione di parte degli attuali trasferimenti con compartecipazioni a risorse tributarie erariali riscosse dallo Stato o da Enti sovra ordinati.

46 Trasferimento di risorse dagli Enti più abbienti a quelli meno abbienti per garantire uguali livelli essenziali di servizio alla popolazione.

è di circa 45 punti percentuali (fatto 100 il livello di infrastrutturazione dell'Italia). Già queste macroscopiche divergenze basterebbero per dare una misura del gap da sanare e del percorso che il federalismo deve ancora attuare, nonostante il Patto della Salute abbia anticipato una parte delle riflessioni e delle soluzioni che nel percorso federale solo ora i decreti attuativi della legge delega hanno codificato, tra cui il D.lgs n. 68 di maggio 2011 riguardante il nuovo assetto di finanziamento delle Regioni e delle Province. Un percorso federale che non è scevro da incongruenze, tanto che alle macroscopiche rappresentazioni dei deficit sanitari corrisponde una posizione debitoria delle Regioni che sta coinvolgendo le finanze statali: "prima con rifinanziamenti ex-post cosiddetti "premiali", che sono sopraggiunti per sostenere il risanamento a fronte di progressi compiuti autonomamente dalla Regione; poi, per i casi più gravi (in particolare Lazio, Campania, Calabria), con erogazione di prestiti ponte di lungo termine con lo stesso livello di garanzia del debito pubblico". Se i due contributi citati presentano rilievi quantitativi che dimostrano quanto il federalismo sia ancora un processo inespresso nella sostanza, è giusto domandarsi se ciò valga anche per la forma.

Certo il gran lavoro previsto dalla L. n. 42 del 2009 è stato varato e se anche è stato necessario adottare una proroga, opzione formalmente già prevista nel testo della suddetta legge, visto il termine oltremodo sfidante che ci si era dati, non si può sindacare sull'impegno. Ben otto decreti legislativi sono stati adottati per l'attuazione della riforma federalista:

- D.lgs. n. 85 approvato il 28 maggio 2010 (in G.U. n. 134 del 11 giugno 2011): "Federalismo Demaniale". Con tale decreto legislativo sono stati stabiliti i principi per il trasferimento di parte del patrimonio dello Stato a favore di Comuni, Province, Città metropolitane e Regioni, al fine della costituzione di un proprio patrimonio;
- D.lgs. n. 157 approvato il 17 settembre 2010 (in G.U. n. 219 del 18 settembre 2010): tale decreto reca "Disposizioni in materia di ordinamento transitorio di Roma Capitale";
- D.lgs. n. 216 approvato il 26 novembre 2010 (in G.U. n. 294 del 17 dicembre 2010), con cui sono state stabilite le norme relative alla determinazione dei costi standard delle funzioni fondamentali dei Comuni;
- D. lgs. n. 23 del 14 febbraio 2011 (in G.U. n. 63 del 23 marzo 2011), relativo all'attuazione del così detto Federalismo Municipale. Con tale decreto legislativo è stato definito il futuro assetto finanziario dei Comuni e le modalità tramite cui è data attuazione alla soppressione dei trasferimenti statali a favore dei Comuni e la loro sostituzione con gettiti tributari;
- D.lgs. n. 68 del 6 maggio 2011 (in G.U. n. 109 del 12 maggio 2011), contenente le norme relative all'autonomia di entrata delle Regioni,

delle Province e delle Città metropolitane, nonché all'individuazione dei criteri per la definizione dei costi standard in sanità.

- D.lgs. n. 88 del 31 maggio 2011 (in G.U. n. 143 del 22 giugno 2011), che dà attuazione a quanto previsto dalla legge delega n. 42/2009 circa l'individuazione e la destinazione delle risorse aggiuntive e interventi speciali finalizzati alla promozione dello sviluppo economico e della coesione sociale e territoriale delle aree sottoutilizzate;
- D.lgs n. 118 del 23 giugno 2011 (pubblicato sulla G.U. n. 172 del 26 luglio 2011) relativo alla "Armonizzazione dei bilanci di Regioni ed EE.LL.". Il decreto legislativo definisce le norme per l'adozione di regole contabili comuni e uniformi per Regioni ed EE.LL., nonché di schemi di rendicontazione, in linea con quanto stabilito per le Amministrazioni Centrali con l'attuazione della Legge n. 196/2010. Il fine ultimo è quello di avere una "lingua" comune a tutti i livelli di governo e agevolare la creazione di un Bilancio Consolidato della P.A. anche ai fini del rispetto dei vincoli europei di finanza pubblica;
- D.lgs. n. 149 del 6 settembre 2011 (pubblicato sulla G.U. n. 219 del 20 settembre 2011), disciplina le norme in materia di "Meccanismi sanzionatori e premiali". Tale decreto mira a dare maggiore corpo e robustezza all'aspetto inerente i profili di maggiore responsabilizzazione in capo agli amministratori degli EE.TT.

Se non v'è ombra di dubbio che il cantiere "federalista" sia aperto, molti sono gli aspetti ancora indeterminati, i rinvii e le deleghe e già si cominciano a cumulare i primi ritardi attuativi di quanto previsto. Basti pensare che il primo decreto sul federalismo demaniale prevedeva che entro dicembre 2010 venissero approvati uno o più DPCM contenenti l'elenco definitivo dei beni oggetto di possibile trasferimento a favore degli Enti territoriali. Ad oggi, con quasi un anno di ritardo, non è ancora stato adottato alcun DPCM e, di conseguenza, non è stata avviata la procedura per il trasferimento dei beni in oggetto. Come non evidenziare poi che il D.lgs. n. 216 con cui sono state stabilite le norme relative alla determinazione dei costi standard delle funzioni fondamentali dei Comuni di fatto rappresenta un'ulteriore delega: infatti, tali costi standard non sono determinati, ma viene dato mandato alla SOSE, Società per gli Studi di Settore, di analizzare i singoli Comuni, suddividerli in cluster omogenei per caratteristiche sociali, demografiche, territoriali, etc. e in relazione a questi di calcolare il costo standard di ciascuna delle funzioni fondamentali esercitate dai Comuni. Inoltre, occorre ricordare che tali funzioni non sono ancora state identificate in modo definitivo. Tale passaggio dovrebbe avvenire con l'approvazione della "Carta delle Autonomie" e ciò rende potenzialmente provvisorio anche quello che sarà definito dalla SOSE. Ogni provvedimento pullula di soluzioni provvisorie come, ad esempio,

il passaggio dai trasferimenti alle compartecipazioni previsto dal D.lgs. n. 23, relativo all'attuazione del Federalismo Municipale. Un passaggio che transiterà da un fondo sperimentale di riequilibrio di durata triennale, che verrà meno solo con l'attivazione del fondo perequativo previsto dall'art. 13 della Legge n. 42. Sebbene molti elementi siano ancora da definire, come del resto già ricordato, il percorso fatto, anche se non offre certezze sul futuro, segna un punto a favore della svolta federalista. Realisticamente penso che difficilmente si potesse fare di meglio, considerato che si è attivato il processo in assenza di dati e informazioni adeguate ed esaustive (ad es. non erano certi i dati sui trasferimenti da fiscalizzare e sui gettiti dei vari tributi). A chi ha lavorato alla riforma sono mancati sistemi di rilevazione di «contabilità industriale» affidabili e certi per la determinazione dei costi standard. Le stesse informazioni bilancistiche non erano riconciliabili, perché schemi di bilancio e regole di contabilizzazione erano fortemente disomogenei tra i diversi livelli di governo della P.A. Si aggiunga che hanno dovuto varare la riforma conquistandosi il consenso nello spazio tortuoso di precari equilibri economici e finanziari e di manovre condizionate dagli equilibri internazionali che hanno cambiato più volte le carte in tavola. Del resto, gli spazi di manovra erano e sono troppo ristretti.

Premesso ciò ed evidenziato il lavoro di un biennio mai fatto in tutta la storia repubblicana, non si può celare che ciò che può essere realizzato è ancora molto lontano dal federalismo, come evidenziato da John Paul Decker[47] o dal contributo di G. A. Bellati, A. Cestari, G. Guzzo, M. Mazzoni e S. Pitingaro[48]. Oltre alle differenze con altri Paesi, permangono non pochi limiti e contraddizioni, coltivati sulla strada del consensus building della manovra o sui vincoli e i limiti con cui fare i conti: a titolo esemplificativo, si pensi al permanere anche nella Carta costituzionale della differenziazione tra Regioni a Statuto Ordinario e Regioni a Statuto Speciale. Il nuovo art. 116 della Costituzione, infatti, specifica che le Regioni a Statuto Speciale e le Province autonome "dispongono di forme e condizioni particolari di autonomia, secondo i rispettivi statuti speciali adottati con legge costituzionale". Tale differenziazione nell'autonomia si contraddice con una versione di federalismo puro in cui tutti i soggetti confederati sono eguali di fronte all'amministrazione centrale federale. Molti limiti emergono anche rispetto alle previsioni costituzionali originarie. Un vincolo è il divieto della doppia imposizione esplicitato dalla Legge n. 42/2009. Le Regioni in sostanza non possono istituire tributi propri su "presupposti d'imposta" che risultino già tassati da tributi erariali (previsto dall'art. 2 comma 2 lettera o) ribadito dall'art. 2 comma 2 lettera q). Considerato

47 rif. nota 31.
48 rif. nota 38.

che il presupposto d'imposta è quell'evento che determina, direttamente o indirettamente, il sorgere dell'obbligazione tributaria, pur facendo una ricognizione delle quattro categorie di presupposto d'imposta del sistema tributario italiano (reddito, patrimonio, trasferimenti, consumi e servizi), risulta evidente che su ognuno di questi presupposti lo Stato si sia già particolarmente impegnato fino al punto da pensare che gli spazi liberi siano veramente costretti, ammesso che esistano. Si comprende bene quindi come il divieto di doppia imposizione rappresenti una fortissima limitazione a una concreta applicazione dell'autonomia tributaria da parte delle Regioni. La Legge n. 42 lascia inoltre indefinita l'attribuzione dei presupposti d'imposta alle Regioni, limitandosi a identificare le categorie di tributi cui potranno fare ricorso: tributi derivati, tributi propri in senso stretto e compartecipazioni. Gli elementi di novità sono pochi e gli spazi di manovra ancor meno. Oltre ai vincoli normativi, si devono aggiungere quelli economico-finanziari: come può una Regione, per esempio, pensare di sfruttare i margini di manovra concessi nella rimodulazione IRAP in termini riduttivi di fronte al problema oggettivo di come sostituirne il gettito ai fini del finanziamento della sanità? Un limite al margine di manovra della leva impositiva è dato anche dalla previsione dell'invarianza della pressione fiscale ribadita dall'art. 28 comma 2 lettera b) della Legge n. 42/2009. Tale previsione stabilisce che nei decreti legislativi attuativi devono essere previsti meccanismi che garantiscano "la determinazione periodica del limite massimo della pressione fiscale nonché del suo riparto tra i diversi livelli di Governo e sia garantito l'obiettivo di non produrre aumenti della pressione fiscale complessiva anche nel corso della fase transitoria". Non si vuole certo criticare l'attenzione del legislatore al tema del contenimento della pressione fiscale, ma in un'ottica teorica non si può tacere la contraddizione tra questo aspetto e l'autonomia impositiva di cui ciascuna Ente territoriale dovrebbe disporre in un sistema federale. Rimane poi da capire la modalità con cui possa essere realizzata la ripartizione di tale pressione sui vari livelli di governo. Sicuramente un ulteriore limite è rappresentato dalla non applicazione del Federalismo Differenziato (art. 116 della Costituzione) e dall'impossibilità per le Regioni di attuare un vero coordinamento della finanza pubblica territoriale. Questi limiti si riferiscono alle decisioni assunte o non assunte in questo biennio, ma non sembra che tali limiti si possano allentare nel futuro: i decreti hanno fissato, infatti, per gli Enti territoriali confini significativamente angusti per l'esercizio di una vera autonomia tributaria, e le fonti restano nella sostanza prevalentemente «derivate». Si aggiunga che gli esigui margini lasciati dalle recenti manovre finanziarie oltre a quelli che deriveranno dalle prossime inducono a ipotizzare una fiscalizzazione dei trasferimenti a «impatto zero», riducendo al minimo l'autonomia tributaria e l'uso dei

meccanismi di perequazione. Che dire poi dell'impatto che l'attuazione della Delega Fiscale avrà sull'assetto tributario e la previsione in caso di mancata realizzazione di nuovi tagli lineari?

2.2. Una regolamentazione inadeguata, tardiva, parcellizzata, contraddittoria e discontinua frena l'autonomia finanziaria

Come accennato, il presente Rapporto evidenzia la formale abilitazione di una pluralità di strumenti di finanza innovativa entro la sfera pubblica. In realtà, il progressivo recepimento normativo dei nuovi strumenti finanziari fruibili e impiegabili dalle amministrazioni pubbliche segue uno sviluppo meno lineare e più complesso, articolato in una molteplicità estesa di provvedimenti. Una progressione con alcuni limiti evidenti tra i quali la continua rimodulazione delle regole del gioco, che, oltre a essere un deterrente significativo per la crescita di un mercato e per l'accreditamento presso gli operatori professionali o gli imprenditori, è anche impedimento a una programmazione finanziaria responsabile da parte della P.A. In alcuni casi i cambiamenti delle regole del gioco sono stati così radicali da bloccare l'evoluzione di taluni strumenti finanziari. Forse qualche esempio può essere utile a rappresentare la scarsa vision del legislatore nel disciplinare taluni strumenti di finanza innovativa, tanto che si è indotti a credere in un suo intento di liberalizzazione dell'impiego di alcuni strumenti finanziari per affrontare le emergenze piuttosto che di consolidamento di un modello innovativo della finanza pubblica che vedesse Regioni ed Enti locali protagonisti di una nuova era e interpreti di un'autonomia mai esercitata.

Sicuramente il project financing, cui è dedicato più di un contributo nel Rapporto, rappresenta un istituto che nella sua evoluzione dà evidenza di quanto accennato e, nonostante ciò, ha una significativa rappresentatività sia per dimensioni del mercato, sia per pervasività della sua applicazione. In realtà, l'applicazione della finanza di progetto risale a molto tempo prima di questa codifica nel nostro ordinamento, rintracciabile nel finanziamento della Milano Laghi, prima esperienza in Europa, la cui ideazione risale ai primi anni '20 e la cui progettazione si rifaceva 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. La formula contrattuale maggiormente impiegata per realizzare investimenti ricorrendo allo schema della finanza di

progetto è sicuramente la concessione di lavori pubblici così come definita dall'attuale art. 143 del Codice dei Contratti pubblici e precedentemente normata dall'art. 19 della Legge n. 109 dell'11 febbraio 1994 (Legge quadro sui lavori pubblici, meglio conosciuta come legge Merloni). Quindi, seppur le concessioni di project financing abbiano una genitura precedente, si è soliti far ricorrere l'acquisizione alla normativa del project financing di stampo anglosassone a partire dalla rinnovata versione "ter" della legge Merloni del 1998, che ha introdotto con l'art. 37 bis la procedura con promotore o project financing a iniziativa privata. A partire da quella data, il project financing ha registrato un'evoluzione significativa nei numeri e nei valori, raggiungendo una quota del 30% del mercato delle opere pubbliche, come documentato da Micaela Celio e Ilaria Paradisi nel loro già citato contributo[49] al presente Rapporto. Ma da allora le iniziative legislative che hanno inciso sulle partnership pubblico - private per la realizzazione di infrastrutture sono molte. Volendo riferirsi a quelle più strettamente afferenti il project finacing, escludendo la costituzione dell'Unità Tecnica per la Finanza di Progetto a opera della Legge n. 415 del 1998 e la previsione delle società misto pubblico - private del Testo Unico degli Enti locali L. n. 267/2000, è possibile rintracciare almeno quattro riforme significative dell'istituto e una pluralità di interventi che ne hanno condizionato l'applicazione. Più di recente il quadro normativo è caratterizzato da diverse ipotesi di interventi volti a modificare ulteriormente la disciplina del project financing in Italia. L'impressione è che nel nostro Paese il project finance non sia stato oggetto di una rivisitazione organica quanto, piuttosto, di modifiche frammentarie prevalentemente orientate a sanare patologie, conformare previsioni esistenti alle prescrizioni della Commissione Europea o a recepire le istanze delle varie lobby. Nelle diverse rimodulazioni si sono visti radicalmente mutare i margini applicativi dello strumento.

Se con la Legge n. 415/98 era dubbia l'applicazione alle opere a tariffazione sulla pubblica amministrazione (ospedali, scuole, etc.), la riserva è stata sciolta con la cosiddetta legge Merloni quater, L. n. 166 del 2002 (prima riforma del project financing). L'intervento legislativo toglieva, peraltro, 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 a un cap del 50% pena il consolidamento al debito pubblico. Sicuramente originale è stata invece la previsione del diritto di prelazione, correttivo in "salsa latina" del project financing e vero disincentivo alla partecipazione alla competizione, inserito nelle previsioni della L. n. 166 e oggetto di infrazione comunitaria

49 rif. nota 15.

nel 2004 con la procedura n. C-412/04. Con lo scopo di massimizzare l'accountability delle gare e il confronto competitivo per questo istituto, la Legge n. 62/2005 sancisce il recepimento di una direttiva UE, introducendo l'obbligo di pubblicazione dei criteri di valutazione delle proposte nell'avviso indicativo.

La seconda riforma si è avuta in realtà con il secondo decreto correttivo (D.lgs n. 113/2007) al Codice dei Contratti, che sana il rilievo sul diritto di prelazione eliminandolo e istituisce l'opzione del prezzo di restituzione che doveva rappresentare la soluzione vincente per la finanziabilità delle opere e che invece è diventato ulteriore elemento di debolezza dei business plan dei progetti. La riforma di luglio del 2007 modifica radicalmente anche i termini di presentazione delle proposte.

Passato poco più di un anno, a settembre del 2008 il Terzo decreto correttivo (D. lgs. 152/2008) al Codice dei Contratti ripropone il diritto di prelazione con una sibillina reintroduzione e sopratutto riformulando significativamente le procedure di aggiudicazione. In sostanza, per accelerare un iter giudicato troppo lento e ostativo e per attivare velocemente gli investimenti si aboliscono dalla vecchia procedura, quella che gli addetti ai lavori chiamano "project finance a iniziativa privata", due confronti competitivi dei tre previsti, passando all'aggiudicazione al primo stadio, dove le carte sul tavolo sono ovviamente meno adeguate a garantire confronti normalizzati e trasparenti. Il risultato è un paradosso: dopo la terza riforma si ha un istituto con una procedura simile sia che si voglia realizzare un impianto di illuminazione di un cimitero di un borgo campagnolo, sia che si intenda realizzare un sofisticato presidio ospedaliero di una grande metropoli, sia che si investa 1 milione di euro, sia che si investa 1 miliardo di euro. Ci si è preoccupati di attenuare il confronto competitivo aggiudicando i progetti sulla base di uno studio di fattibilità che in Italia non era ancora normato nei contenuti e non, invece, di implementare l'istituto del dialogo competitivo previsto dall'art. 29 della direttiva comunitaria n. 2004/18/CE, volto a ravvivare il confronto con i privati nella fase iniziale. Alla lacuna normativa si aggiunge l'endemica incapacità di redigere compiutamente studi funzionali a rappresentare analiticamente, da un lato, fabbisogni cui rispondere e, dall'altro, vincoli tecnico - economici cui adeguarsi. Incapacità che ha generato proposte generiche o molto difformi, che hanno reso il confronto competitivo meno trasparente e meno selettivo. In tutto questo, nessuno ha pensato di adottare al tempo del Terzo decreto correttivo (e non esiste neppure oggi) un public sector comparator (PSC) come già avevano Regno Unito, dove nel 2004 il Ministero dell'Economia ha pubblicato la Value for Money Assessment Guidance (aggiornata nel 2006 e nel 2008); Canada, dove nel 2007 l'Infrastructure Ontario ha pubblicato l'Assessing Value for Money; Spagna, dove nel 2007

la legge sui contratti della P.A. ha previsto l'obbligatorietà del Value for Money; Portogallo, dove la normativa dal 2003 prevede il PSC per la valutazione e approvazione dei progetti in sanità; Australia, dove nel 2001 la Partnership Victoria ha pubblicato la Public Sector Comparator Technical Note; Francia, dove nel 2006 è stato sviluppato un modello di valutazione ex ante; Giappone, dove nel 2001 sono state emanate le VFM Guideline (aggiornate nel 2008).

Fanno seguito interventi di natura minore, ma programmati per incidere sul piano procedurale e finanziario, quali:

- D.L. n. 185/2008, Decreto legge Anti-Crisi, che autorizza la CDP al finanziamento delle operazioni in finanza di progetto. Si ampliano così le previsioni adottate con la Legge n. 244/2007 (Legge Finanziaria per il 2008), che istituiva il Fondo di garanzia per le opere pubbliche (FGOP), prevedendo che con l'art. 22 del Decreto legge Anti-Crisi la CDP potesse destinare i finanziamenti della gestione separata non più solo agli Enti pubblici, ma anche a "ogni altra operazione di interesse pubblico";
- D.L. n. 248/2007 convertito con L. n. 31/2008, che prevede peraltro il monitoraggio delle operazioni in PPP da parte dell'Unità Tecnica Finanza di Progetto, al fine di consentire la stima dell'impatto sull'indebitamento netto e sul debito pubblico delle operazioni di partenariato pubblico-privato avviate dalle pubbliche amministrazioni e ricadenti nelle tipologie indicate dalla decisione Eurostat dell'11 febbraio 2004. In base a tali previsioni, le stazioni appaltanti sono tenute a comunicare all'Unità Tecnica Finanza di Progetto le informazioni relative a tali operazioni;
- Determinazioni n. 1 del 14 gennaio 2009, n. 3 e n. 4 del 20 maggio 2009, con cui l'Autorità di vigilanza dei lavori pubblici, in assenza di un pronunciamento del legislatore, ha emanato le linee guida per la redazione dello studio di fattibilità, dei documenti di gara (bandi tipo) e per l'applicazione dell'offerta economicamente più vantaggiosa;
- D.P.R. n. 207/10, con cui è approvato il regolamento attuativo del Codice dei Contratti Pubblici che contiene anche la definizione dei contenuti dello Studio di Fattibilità e che norma l'istituto del dialogo competitivo.

Si arriva così al D.L. n. 70/2011 (c.d. Dl Sviluppo), che per certi versi può essere annoverato quale nuova riforma del project financing, la quarta per l'appunto se si considera la portata delle modifiche della Merloni del 1998. Il Decreto Legge con l'art. 4 modifica, infatti, i commi 19 e 20 dell'art. 153 del Codice degli Contratti, che consentono ai soggetti privati di presentare proposte relative a opere non inserite nella programmazione triennale degli Enti pubblici, proposte che, se valutate di pubblico interesse

(verifica da evadersi in tre mesi) sono idonee a essere poste immediatamente a base di gara. Al privato proponente è inoltre attribuito un diritto di prelazione da esercitarsi a chiusura della gara. Tali modifiche frustrano il confronto competitivo a monte e a valle della procedura: a monte, consentendo al privato di rassegnare all'amministrazione una proposta già completa in tutti i suoi elementi, per di più in assenza di programmazione e quindi di esplicitazione dei fabbisogni e senza prevedere un confronto con il mercato; a valle, in quanto il diritto di prelazione, da esercitarsi, peraltro, ad aggiudicazione avvenuta, inibisce la partecipazione di eventuali competitor. Inoltre, con l'attribuzione del diritto di prelazione al privato proponente, il testo ripropone il problema della compatibilità con il diritto comunitario della prelazione, ritenuta da sempre lesiva della par condicio tra gli operatori. Se poi si considera che la maggior parte delle opere necessita di un contributo pubblico in conto capitale o in conto gestione, la procedura non sembra essere coerente nelle tempistiche con la programmazione finanziaria della P.A. Guardando ai poco più di dieci anni di vita del project financing, emerge un approccio patchwork adottato nella sua progressiva implementazione, con almeno quattro significative rimodulazioni dell'impianto normativo, una serie d'interventi minori e la rinuncia a una razionalizzazione complessiva delle norme a favore di semplici correttivi. E questa volontà riformatrice non si è preoccupata di adottare misure volte a eliminare una serie di aggravi impositivi che penalizzano l'istituto[50], né di sviluppare presidi organizzativi di supporto alla sua evoluzione, scontando ancora l'assenza di un public sector comparator e di strumenti soft di indirizzo come i contratti standard e le linee guida. I Paesi dove il project financing è stato promosso, si presentano meglio attrezzati anche in termini di presidi organizzativi. Ma l'azione scoordinata sulla disciplina del project financing non è la sola causa del calo registrato negli ultimi anni nel valore dello stock dei progetti aggiudicati. Le PPP, seppur in aumento per numero di bandi, subiscono, infatti, una significativa contrazione in valore passando da circa 9 miliardi di euro nel 2009 a quasi 6 miliardi di euro nel 2010. Le aggiudicazioni, dato che interessa alle imprese, si sono contratte nel 2010 rispetto all'anno precedente del 6%, con una mortalità che si stima interessi l'88% dei progetti. Nel quinquennio 2005-2009 gli investimenti fissi lordi in Italia sono calati del 3% e, in barba al federalismo, le amministrazioni territoriali, che hanno sempre governato i 2/3 degli investimenti, hanno registrato una contrazione anche maggiore pari all'8%, un calo di oltre 2,3 miliardi di euro. Molte sono le ragioni avanzate per spiegare perché il project financing stia deludendo le aspettative create, ma la risposta è una ed è semplice: la sostenibilità dei progetti è garantita, anche nelle collaborazioni pubblico - private, da una

50 rif. nota17.

quota di contribuzione pubblica che, poco o tanto che sia, oggi è pregiudicata dai vincoli del Patto di Stabilità interno e dai tagli alla finanza pubblica. A dimostrazione di ciò basti pensare che ANCE stima una riduzione degli investimenti dei Comuni di 3,3 miliardi di euro nel 2011 e di un ulteriore miliardo di euro nel 2012. E' dunque necessario che il pubblico garantisca in altro modo la propria contribuzione alla joint venture con il privato. Del resto molte infrastrutture e molti progetti per raggiungere il break-even e la bancabilità necessitano di contributi in conto capitale o in conto gestione nelle diverse forme che la prassi ha ormai consolidato, necessitano cioè di leve che incidano sulla sostenibilità economico-finanziaria. Pensare diversamente significa ritenere che tutti gli investimenti pubblici potrebbero tranquillamente transitare nel mercato privatistico e che il problema delle infrastrutture pubbliche è solo di tipo autorizzativo o concessorio. Invece, molte infrastrutture, comunemente definite "tiepide o fredde" in funzione della capacità di generare più o meno reddito (ad es. scuole, carceri, metropolitane, acquedotti) non si ripagano con la sola applicazione delle tariffe, tanto è vero che in più di dieci anni di vita del project financing non si sono viste centinaia di nuove infrastrutture. Si aggiunga che la crisi finanziaria ha inciso anche sui fondamentali dell'economia reale e ha ulteriormente ampliato la categoria delle opere non auto-sostenibili. La dipendenza da risorse pubbliche del project financing soffre dei vincoli che proprio sull'erogazione di queste risorse il Patto di Stabilità, come sottolineato, ha posto. Ai rigidi vincoli posti dal Patto di Stabilità interno si aggiungono poi quelli propri di una serie di riforme che non hanno ancora dato fluidità al processo d'investimento della P.A. A chi pensa che il project financing sia un istituto sfortunato, offro qualche esempio significativo per dimostrare che l'iter normativo di strumenti di finanza innovativa, vincolo a una loro efficace evoluzione e, in alcuni casi, anche impeditivo di un vero reale sviluppo, non rappresenta un caso segregato alla finanza di progetto. Le emissioni obbligazionarie e i derivati a queste abbinati prestano anche in questo caso il fianco a una rappresentazione assimilabile a quella del project financing per la compulsiva disciplina dello strumento e per il condizionamento che hanno avuto anche su alcuni aspetti patologici della loro applicazione.

E' significativo che le emissioni obbligazionarie siano citate in un provvedimento normativo che dà attuazione all'ordinamento delle autonomie locali, la Legge n. 142/1990, sviluppando con decenni di ritardo quelle previsioni della Costituzione che già valorizzavano le amministrazioni locali e le neonate Regioni. In realtà, come già ricordato, se la Legge n. 142/1990 indica tra le forme di finanziamento degli Enti locali i prestiti obbligazionari, solo più tardi saranno disciplinati dall'articolo 35 della Legge n. 724 del 1994 e, più precisamente ancora, dal relativo regolamento di attuazione di un biennio dopo (D.M. 420 del 5 luglio 1996).

E' già indicativo che le premesse normative datino sei anni prima la definizione delle disposizioni regolamentari, cosa che normalmente avviene per buona parte della strumentazione finanziaria citata e che offre un'idea dell'asimmetria esistente tra i tempi del legislatore e del regolatore e quelli del mercato. In realtà, anche i prestiti obbligazionari non rappresentavano un'innovazione nel contesto italiano, dato che le prime emissioni risalgono agli anni '30 dello scorso secolo, allorché il Regio Decreto n. 383 del 3 marzo 1934 rese possibile per Comuni e Province effettuare emissioni obbligazionarie con collocamento all'estero, sulla base di apposite autorizzazioni del Ministero degli Interni. Fu tuttavia la grave crisi della finanza locale e l'esplicito divieto di indebitamento contenuto nell'articolo 1 della Legge n. 43 (cd legge Stammati) del 27 febbraio 1978 che determinò l'impossibilità di procedere a nuove emissioni da parte degli Enti locali. La discontinuità nel tempo propria della disciplina delle obbligazioni è un esempio di un quadro regolamentare della strumentazione finanziaria per gli Enti locali che rende difficile alle amministrazioni locali pianificare impegni finanziari a medio - lungo termine, ma ancor più rende difficile il consolidarsi di un mercato della finanza pubblica locale maturo. Dopo il vincolo indotto dal decreto Stammati, l'art. 35 della legge n. 724 del 1994 dà allo strumento delle emissioni obbligazionarie una previsione organica, sulla base della previsione che Province, Comuni, unioni di Comuni, Città metropolitane, Comunità montane, consorzi tra Enti locali territoriali e Regioni possano emettere obbligazioni destinati al finanziamento degli investimenti. Sarà poi il decreto del Ministro del Tesoro n. 152 del 29 gennaio 1996, successivamente sostituito dal decreto n. 420 del 5 luglio 1996 (Regolamento recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli Enti locali) che disciplinerà la materia. Già qualche mese dopo questo decreto, il decreto legislativo n. 239 del 1° aprile 1996 modifica per la prima volta il regime fiscale dei prestiti obbligazionari degli Enti locali e, al posto della ritenuta alla fonte, introduce un'imposta sostitutiva (aliquota del 12,50%) applicata dall'intermediario incaricato della gestione del prestito esclusivamente sui titoli sottoscritti dai soggetti cosiddetti "nettisti". Nulla da obiettare se non che risulta evidente quanto sia anomalo un provvedimento che succede di pochi mesi una regolamentazione che si era attesa per sei anni. La disciplina fiscale non manca di rimodulazione nel tempo, la prima volta in occasione dell'articolo 47 del collegato fiscale alla Finanziaria per il 2000, Legge n. 342 del 21 novembre 2000, in cui il regime fiscale delle emissioni obbligazionarie (ex. art. 1 del decreto legislativo n. 239/96) è stato disposto restituisca 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. Regime fiscale che è stato successivamente

oggetto di ulteriore modifica con l'articolo 1, comma 163 della Legge n. 266 del 23 dicembre 2005, che ha previsto la retrocessione da parte dello Stato agli Enti emittenti della quota del gettito effettivamente pagata dai sottoscrittori e, infine, 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 cambino i margini di convenienza per gli Enti territoriali nel ricorso a questo strumento piuttosto che a un tradizionale mutuo o a emissioni sui mercati internazionali piuttosto che sul mercato domestico. Col risultato che per la Regione Lombardia è risultato più conveniente emettere negli USA, piuttosto che piazzare i propri titoli nel portafoglio dei risparmiatori lombardi. O che un'emissione obbligazionaria è risultata prima più conveniente di un mutuo di Cassa Depositi e Prestiti o di una banca privata e poi, invece, in assenza della restituzione del credito d'imposta, il rapporto di convenienza è risultato invertito. Una discontinuità nelle disposizioni fiscali afferenti un prodotto finanziario che ha una durata pluriennale ed elementi di differenziazione con titoli parificabili, che condiziona i mercati e ne preclude l'operatività agli Enti emittenti. Non penso sia una coincidenza se, come testimoniano Fabio Amatucci e Paolo Esposito nel contributo dedicato alle emissioni obbligazionarie[51], proprio dal 2006 il volume annuo di prestiti obbligazionari si sia contratto significativamente.

Ma se la rimodulazione del regime fiscale da applicarsi alle emissione obbligazionarie muta nel tempo condizionando l'opportunità e la convenienza del ricorrere a tale strumentazione finanziaria, per un'amministrazione non è meno rilevante il variare anche delle altre condizioni che regolamentano l'impiego dello strumento nel tempo: a titolo esemplificativo e non esaustivo si pensi all'articolo 41 della Legge n. 448 del 28 dicembre 2001 (Finanziaria per il 2002), che ha introdotto la possibilità per gli Enti territoriali di emettere titoli obbligazionari 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. La previsione, come sottolineano Giorgio Ivaldi, Daniela Monacelli, Maria Grazia Pazienza e Chiara Rapallini nel proprio contributo[52], corrispondeva all'intento di promuovere le emissioni obbligazionarie, ritenendo che il mercato fosse più abituato alla modalità bullet tipica dei titoli di Stato in circolazione, mentre il sinking fund doveva limitare gli incentivi a scaricare il costo del debito sulle annualità future, proprio prevedendo l'obbligo di accantonare in apposito fondo presso intermediari specializzati le quote di restituzione del debito o, in alternativa, di sottoscrivere un contratto

51 rif. nota 13.
52 rif. nota 21.

derivato, in modo da rendere equivalente il profilo bullet, eventualmente scelto, con un profilo amortizing. La previsione fu poi sospesa sette anni dopo con la Legge n. 133 del 6 agosto 2008, che elimina la possibilità per gli Enti locali di ricorrere a mutui e prestiti obbligazionari con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza. E se ciò non bastasse a dimostrare con quale irregolarità, abilitazioni e veti si siano alternati lungo la strada della finanza innovativa, basta ricordare che altri interventi normativi e disciplinari condizionano l'uso dei prestiti obbligazionari (come ad esempio la regolamentazione dei derivati e i limiti d'indebitamento degli Enti locali), con la conseguenza che una pluralità di vincoli reiteratamente modificati nel tempo come i limiti all'indebitamento degli Enti locali (variati nel 2001, nel 2004, nel 2009 e nel 2011) o il Patto di Stabilità interno (rimodulato annualmente a decorrere dalla sua prima versione nel 1998) o, ancora, la disciplina dei derivati hanno sedimentato una molteplicità di condizionamenti dello strumento variabili nel tempo.
Proprio i derivati offrono un ulteriore esempio della discontinuità con cui si è normato tale strumento. Come ricordato sono stati introdotti con la Legge finanziaria 2002 (Legge n. 448/2001), che prevedeva la possibilità per gli Enti locali di utilizzare strumenti finanziari derivati nell'ambito di operazioni di ristrutturazione del debito che consentissero 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". Va premesso che fino alla Finanziaria 2002 la stipula di contratti in derivati non era regolata e quindi gli Enti pubblici potevano contrarre liberamente qualsiasi forma di derivato senza avere limitazioni di sorta. Solo due anni dopo il recepimento dei derivati nella normativa viene emanato il decreto ministeriale n. 389/2003 che, nel confermare la possibilità di realizzare operazioni relative a strumenti derivati, prevede i vincoli di cui di seguito:

- 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;
- 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);
- l'up-front non può essere superiore all'1% del capitale nozionale delle passività sottostanti;
- 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 leve o moltiplicatori (ad esempio, due volte l'Euribor);
- l'interest rate swap può essere realizzato solo in presenza di passività effettivamente dovute;
- 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 a 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;
- non si possono realizzare operazioni derivate riferite ad altre operazioni derivate pre-esistenti 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;
- 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 di sotto di tale livello minimo, le posizioni accese dovranno essere chiuse al più presto.

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 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 n. 296 del 27 dicembre 2006, ai commi 736-738 dell'articolo 1, ha poi introdotto regole ancora più rigorose in materia di utilizzo di strumenti derivati. In particolare, ha introdotto 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. Al fine di un più efficace e tempestivo controllo dei vincoli posti all'utilizzo di strumenti derivati, il comma 737 della L. 27 dicembre 2006 n. 296, 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 a 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. Eppure non avrebbe dovuto essere difficile quantificare tale esposizione, in quanto il Ministero del Tesoro obbligava tutti gli Enti pubblici da anni a un'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.
Si aggiunga poi che la circolare del MEF n. 6301 del 22 giugno 2007, specifica che, poiché i derivati sono classificabili come "strumenti di gestione del debito e non come indebitamento", agli stessi non siano applicabili le delegazioni di pagamento. La Legge n. 244 del 24 dicembre 2007 (Finanziaria per il 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 Consob e 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. La lettura di tali disposizioni legislative nelle more del decreto attuativo dalle stesse previsto non confortano gli Enti territoriali, ci si sarebbe aspettati almeno una verifica preventiva, che sebbene interpretabile come lesiva dell'autonomia finanziaria degli Enti, avrebbe almeno garantito certezza alle scelte degli amministratori locali. Niente di tutto questo, poiché il percorso normato per la sottoscrizione e la ristrutturazione dei derivati richiede solo una verifica di conformità del MEF, senza che lo stesso sia tenuto a un riscontro esplicito e senza alcun vincolo temporale per l'evasione di tale controllo. Il risultato è che un Ente che volesse utilizzare un derivato, non solo è privato del conforto di una assistenza, non può contare su un pronunciamento autorizzativo, ma, una volta stipulato un contratto, non è tenuto a sapere quando e con quali modalità potrebbe vederselo annullare, né tanto meno ha la certezza di un termine entro il quale anche un semplice silenzio possa considerarsi implicito assenso all'operazione. In sostanza, non è prevista alcuna comunicazione all'Ente contraente, ma in caso di contratti stipulati in violazione di quanto stabilito dalla disciplina da emanarsi, è prevista la comunicazione alla Corte dei Conti per l'adozione dei provvedimenti di competenza. L'assenza di un regolamento e il disimpegno governativo appena evidenziato lasciano gli Enti privi di certezza, subordinandoli alla spada di Damocle dell'inefficacia dei contratti che sottoscrivono e della relativa responsabilità, ottenendo l'implicito risultato di bloccare su qualsiasi fronte, il perfezionamento dei derivati anche nel caso in cui si operi al semplice scopo di coprirsi dai più comuni rischi connessi all'indebitamento. Il blocco di fatto diventa anche formale con il decreto legge n. 112 del 25 giugno 2008, convertito con Legge n. 133 del 6 agosto 2008, che 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. L'indicazione negativa fa pensare, considerato che nei confronti delle emissioni bullet e della previsione di sinking fund, proprio nel 2001 il Ministero dell'Economia con la legge n. 448 all'articolo 41, comma 2 si era pronunciato a favore autorizzando "le emissioni con rimborso del capitale in un'unica soluzione a scadenza, previa costituzione al momento dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito". Scelta, peraltro, confermata dal decreto attuativo di tale provvedimento (n.389/2003), che rende ancora più contraddittorio che dopo sette anni ci sia un ripensamento, eccessivamente tardivo, soprattutto se consideriamo che arriva ben dopo l'inizio delle indagini della magistratura e la polemica sui sinking fund e i titoli che hanno in portafoglio.

Queste esemplificazioni, che sono solo una parte delle contraddizioni normative che riverberano nel presente Rapporto, rendono l'idea di quanto manchi una vision comune sul sistema di finanziamento pubblico con ricorso alla finanza innovativa, ma soprattutto quante perplessità ancora permangano nel dare reale autonomia alle amministrazioni nel formulare le proprie strategie d'indebitamento e come si preferisca mantenerla nei meandri asfittici di questa contorta disciplina della finanza innovativa, nella consapevolezza che, se anche si riuscisse a trovare le modalità d'impiego di alcuni di questi strumenti, ci penserà sempre il Patto di Stabilità a depotenziare ogni possibile performance.

Anche nel proprio contributo, Giorgio Ivaldi, Daniela Monacelli, Maria Grazia Pazienza e Chiara Rapallini[53] ammettono che, se dalla metà degli anni '90 la tendenza a rivedere il modello di finanza derivata aveva favorito l'utilizzo di strumenti innovativi, dal 2006 "si assiste a un cambiamento di orientamento del legislatore che, nel tentativo di evitare una perdita di controllo del fenomeno, introduce limitazioni e obblighi informativi crescenti". E' frustrante questa conclusione, ma nasce dall'osservazione reale del contributo offerto da questo Rapporto. La conseguenza è che compete ancora allo Stato centrale abilitare le amministrazioni territoriali a un potenziale ricorso all'indebitamento, dispensando deroghe al Patto di Stabilità con emendamenti espliciti (si veda quello per l'EXPO 2015) o meno diretti (si veda quello sul trattamento dei dividendi delle partecipate quotate per risolvere la situazione Brescia), con contribuzioni finanziarie,

53 rif. nota 21.

anche aggirando i vincoli costituzionali espressi dal divieto di finanziare il deficit di bilancio recepito proprio nella stessa legge che doveva sancire l'autonomia degli Enti locali (Legge n. 3 del 2001).
Quale che sia la modalità, si opera sempre con un metodo che è discrezionale e lontano dal tracciare regole per una progressiva autonomia e responsabilità finanziaria degli Enti locali e così si alimenta anche per la finanza un perequazione non governata, per cui alcuni Enti sono contratti nella loro autonomia finanziaria e non possono impiegare risorse che hanno a vantaggio di altri che, invece, usano meno parsimonia nelle scelte finanziarie ed efficienza nell'impiego degli strumenti che l'innovazione finanziaria mette a disposizione.

2.3. Il forte condizionamento del Patto di Stabilità

Leggendo il Rapporto si riconosce come l'effervescenza locale nella sperimentazione di nuove tecniche finanziarie sia figlia della riduzione dei trasferimenti nazionali accompagnata dalla bassa autonomia fiscale e, soprattutto, dai vincoli del Patto di Stabilità. Con i relativi distinguo, ma con giudizio esplicito, lo riconoscono, nei propri contributi già citati, Luisa Sciandra in merito ai derivati[54], Fabio Amatucci e Paolo Esposito, alle obbligazioni[55], Federico Antellini Russo e Roberto Zampino[56], che approfondiscono il project financing e le PPP rispetto ai quali, pur sottolineando l'added value di questo schema (appropriata riduzione del gap infrastrutturale, costrizione a una valutazione ex ante, riduzione dei rischi, efficienza nella fase gestoria, etc.), riconoscono nel Patto di Stabilità il principale driver di successo dello strumento. Micaela Celio e Ilaria Paradisi, relativamente al Patto di Stabilità, sottolineano come le "Pubbliche Amministrazioni sempre più spesso esplorano la possibilità di avviare un'operazione di PPP con la finalità di porre fuori bilancio il relativo asset, al fine di non incrementare il proprio debito" [57], senza prestare attenzione all'allocazione dei rischi, rischiando così sia di ricadere nelle previsioni di consolidamento del debito della decisione Eurostat dell'11 febbraio 2004, sia di interpretare in modo inefficace proprio le potenzialità più interessanti del project financing o, paradossalmente, di optare per le PPP "anche quando non è lo strumento più adeguato per realizzare un'opera pubblica". Come del resto, sebbene l'istituto del project financing abbia elementi che lo caratterizzano da un punto di vista finanziario, lo stesso non può che qualificarsi come procedura di public procurement e in que-

54 rif. nota 20.
55 rif. nota 13.
56 rif. nota 16.
57 rif. nota 15.

sta interpretazione il ricorso allo strumento è solitamente giustificato con motivazioni di maggiore efficienza ed efficacia rispetto agli appalti tradizionali. Le sottolineature dei vari contributi, volte ad addebitare al Patto di Stabilità la ragione del ricorso alla finanza innovativa off balance, esprimono un giudizio che trova riscontro nella normativa che riguarda proprio le operazioni straordinarie. La modalità di declinazione del PSI ha inciso pesantemente nel tempo proprio per le operazioni di carattere straordinario che riguardano gli investimenti. Basti ricordare che:

- la Legge n. 311 del 30 dicembre 2004 (Legge Finanziaria per il 2005) ha introdotto nelle regole del PSI per Regioni ed Enti locali il computo delle spese in conto capitale ai fini della determinazione degli obiettivi di finanza pubblica e, a partire dal 2005, anche nelle versioni del PSI che si sono alternate negli anni seguenti, le spese in conto capitale sono sempre state ricomprese nella determinazione degli obiettivi di Regioni ed Enti locali[58];
- con la Finanziaria per il 2008 (Legge n. 244 del 24 dicembre 2007) è stato poi introdotto il concetto di Saldo di Competenza Mista (saldo di competenza per la parte corrente più saldo di cassa per la parte in conto capitale) per la determinazione dell'obiettivo di PSI per gli Enti locali, così che i vincoli per gli investimenti hanno riguardato direttamente i flussi di cassa;
- la pervasività di tale vincoli è poi aumentata con il D.L. n. 112 del 25 giugno 2008[59], che introduce l'obbligo di assoggettamento al PSI delle società in-house[60].

Giorgio Ivaldi, Daniela Monacelli, Maria Grazia Pazienza e Chiara Rapallini dedicano ampio spazio alla valutazione degli effetti del Patto sul finanziamento degli Enti locali e riconoscono che "le modalità di contabilizzazione delle forme di finanziamento innovative, [...] possono aver

58 Nel 2005 e nel 2006, sia per Regioni che per EE.LL., l'obiettivo è espresso in termini di "tetti alle spese", sia per cassa che per competenza. La formula del "tetto alla spesa" è rimasta per le Regioni anche negli anni successivi. Per gli EE.LL., invece, a partire dal 2007 (con la Legge n. 296 del 27 dicembre 2006, Finanziaria per il 2007) si è ritornati a un concetto di "saldo finanziario" per la definizione degli obiettivi di PSI: il saldo finanziario che però, oltre alle poste di parte corrente, ha compreso anche le componenti in c/capitale sia tra le Entrate che tra le Uscite (seppur con alcune eccezioni)

59 Convertito in legge dalla L. 6 agosto 2008, n. 133, agli art. 23-bis e 18-bis, quest'ultimo poi modificato in modo sostanziale dalla L. 102/2009, art. 19

60 La Corte costituzionale è intervenuta su tale tema con la sentenza 325/2010, bloccando di fatto l'applicazione dell'art. 23-bis citato poiché mancavano i requisiti formali. Rientrando nelle materie di competenza concorrente tra Stato e Regioni, era necessaria l'intesa in sede di conferenza Unificata e non poteva essere una decisione unilaterale del Governo. Lo stop alla norma era dovuto quindi a una questione di forma e non di merito. Successivamente il referendum sulla privatizzazione dei servizi idrici ha portato all'abrogazione (dall'art. 1, DPR 113/2011) dell'art. 23-bis e il vincolo connesso, reintrodotto in seguito con il D.L. 138/2011, convertito nella Legge n. 148/2011, ovvero la cosiddetta "manovra di ferragosto", all'art. 4 comma 14.

incentivato comportamenti non necessariamente virtuosi rispetto agli obiettivi di finanza pubblica"[61].
Ma il Patto di Stabilità è connotato negativamente anche per la sua incidenza sugli equilibri finanziari complessivi di un Ente e su patologie comportamentali come il ritardo dei pagamenti della P.A. nei confronti delle imprese fornitrici, piaga consolidata del sistema Italia come evidenziato da Laura Campanini e Nicola Guadagni[62]. Gli autori citati evidenziano, infatti, come "con l'introduzione nel 2008 del controllo sul saldo finanziario calcolato in termini di "competenza mista" i pagamenti di fornitura afferenti le spese in conto capitale concorrono al calcolo del saldo programmatico, obiettivo da raggiungere per il rispetto del Patto. Da qui la necessità, per alcuni Enti, di posticipare i pagamenti delle spese in conto capitale, cumulando debito, al fine di garantire un saldo ibrido tale da conseguire il rispetto del Patto", sottolineando altresì come a poco siano valse l'esclusione in conto residui dalle spese in conto capitale stante le forti limitazioni a cui tale facoltà è stata subordinata.
Molti limiti e vincoli del Patto di Stabilità sarebbero accettabili se lo stesso fosse garante di meritocrazia ed efficienza nell'ambito della gestione finanziaria, ma ciò non è stato dimostrato, anzi, si è potuto avere riscontro di una asimmetria di trattamento tra Stato centrale ed Enti territoriali come di un inadeguato sistema di premialità e sanzioni.
L'asimmetria di trattamento tra Stato centrale e governi periferici è una evidenza vistosamente codificata dal fatto che i surplus finanziari degli Enti territoriali vanno annualmente a vantaggio del primo, a prescindere dai risultati di bilancio nazionali. Il risultato è che un eventuale surplus degli Enti territoriali rispetto al vincolo di competenza mista che si deve rispettare per le regole del Patto va allo Stato: il reale risultato del virtuosismo di ogni Comune non è quindi né distribuito, né accantonato perché i Comuni possano fruire in futuro dei sacrifici fatti nel presente, bensì è incamerato una tantum dallo Stato centrale. Un'asimmetria è evidente anche nel fatto che per lo Stato vige un sistema sanzionatorio programmato e in parte negoziato, mentre le amministrazioni locali devono sopportare sanzioni automatiche, nonché dal fatto che lo Stato possa fare un deficit che è invece censurato ai territori. Infatti, a livello europeo l'obiettivo di finanza pubblica da rispettare ogni anno (rapporto deficit/PIL non superiore al 3%) è legato a una pianificazione di medio termine. Ogni Stato presenta un programma di Stabilità, di cui viene valutata la credibilità e l'adeguatezza delle misure di contenimento della spesa e, qualora tale valutazione di adeguatezza non fosse pienamente raggiunta, l'ECOFIN invia allo Stato membro un early warning, un invito a rafforzare il

61 rif. nota 21.
62 rif. nota 10.

suddetto programma. Nel caso in cui lo Stato ecceda i limiti del Patto, scatta la "procedura per i disavanzi eccessivi", che prevede diverse fasi prima di arrivare a quella sanzionatoria, e, anche quando ci arriva, la sanzione conseguente alla mancata riduzione del deficit sotto la soglia del 3% consiste nel versamento di un "deposito" convertibile in multa qualora il parametro non rientri nei limiti entro il termine di due anni. Al contrario, nel Patto di Stabilità interno non c'è alcuna logica programmatoria degli impegni che si vanno ad assumere, ma semplicemente algoritmi da applicare, né alcuna modulazione degli impegni sul medio termine, ma vincoli annuali cui non è riconosciuta alcuna flessibilità infra-annuale. Le sanzioni, inoltre, sono automatiche, producendo un effetto immediato. Luca Bisio e Daniele Valerio nel loro contributo[63] al Rapporto danno evidenza di come altri Stati (Spagna, Belgio, Austria) abbiano disciplinato i Patti di Stabilità interni traslando su questi gli impegni comunitari con maggior corrispondenza di quanto non sia stato fatto dal legislatore in Italia.
Non meno contraddittoria è la negoziazione di regole e impegni per comparto con la separazione nel negoziato delle Regioni dai Comuni e dalle Province. Cosa questa che non rispecchia affatto l'approccio federale. In fondo, a cittadini e imprese interessa il cumulo degli effetti che potrebbero ricadere su di loro, non che vi siano benefici nel trattamento del Comune in cui risiedono e per converso aggravi nella Provincia o nella Regione cui fanno riferimento. Interessa che un territorio con un proprio profilo economico e sociale possa negoziare e si obblighi a mantenere gli impegni complessivi delle unità amministrative che lo rappresentano. Se poi questi impegni non saranno rispettati, a prescindere dalla scomposizione tra amministrazioni, le eventuali conseguenze sanzionatorie graveranno su cittadini e imprese, che potranno rifarsi in termini elettorali. Tutto ciò risponde al sano principio "no taxation without representation". Certo è più semplice negoziare alcune regole con le rappresentanze di comparto che si preoccupano di tutelare gli Enti più influenti piuttosto che fissare un criterio coerente negoziato con una rappresentanza unitaria del territorio. In realtà, con il recente Dl. n. 98/2011, convertito nella Legge n. 111/2011, all'art. 20 comma 1 viene introdotta la possibilità di un Patto Territoriale con obiettivo unico di territorio, quindi previo accordo tra Regioni ed EE.LL., le prime possono concordare con il Governo le modalità di raggiungimento di tali obiettivi. La ripartizione con gli EE.LL. è rimandata all'accordo in sede di Consiglio delle Autonomie o con ANCI e UPL. La previsione appena citata non risolve però alcuni aspetti di fondo come il fatto che gli obiettivi non sono negoziabili ma stabiliti solo a livello centrale, con la conseguenza che oggetto di negoziazione sono solo le modalità di raggiungimento di questi target. Altro limite è che le Regioni sono

63 rif. nota 4.

garanti ultime degli obiettivi per cui gli eventuali sforamenti sull'obiettivo unico, anche qualora causati da inadempienze degli EE.LL., saranno attribuiti alle Regioni nell'anno successivo, attraverso un pari aumento del suo specifico obiettivo. All'impossibilità per le Regioni di assumere sui propri bilanci tali impegni si aggiunge il fatto che ad oggi esiste incertezza su quali siano i poteri delle Regioni per gestire questo rischio, visto che i termini di monitoraggio e sanzioni rispetto a quelle previste dalla normativa statale non sono derogabili e che sono proprie del Governo.
In realtà, l'aspetto più negativo del Patto è che non risulta essere meritocratico. I vincoli sono infatti posti a prescindere dallo stato di salute di un Ente, poiché il Patto interno prevede che, per il calcolo del concorso di ogni Ente alla manovra di contenimento, si faccia riferimento in buona parte alle spese correnti storiche e, comunque, a prescindere dal debito. Il risultato che ne deriva è che chi ha operato in modo disastroso in passato può continuare a farlo in misura più contenuta e chi è stato virtuoso deve esserlo in misura incrementale in futuro. Tutto ciò prescindendo dallo stock di debito che ogni Ente ha. Pertanto, potrà accadere che Enti più virtuosi concorrano maggiormente al sacrificio imposto dalla partnership monetaria rispetto a Enti meno virtuosi. Se, come si è già sottolineato, non esiste meritocrazia tra amministrazione centrale e periferica, poiché il surplus positivo del rispetto del Patto è incamerato dallo Stato, lo stesso dicasi tra amministrazioni locali. Non si può considerare una regola volta a riconoscere un trattamento meritocratico alle diverse amministrazioni territoriali quella che ha permesso di assegnare, nel 2010, le premialità previste per i comuni virtuosi a Taranto, Catania e Palermo, il primo dopo aver inaugurato la stagione dei dissesti pubblici e gli altri due dopo aver evitato proprio il dissesto finanziario per mezzo di interventi statali rispettivamente di 140 e 150 milioni di euro a carico della comunità nazionale. Non sono gli unici paradossi il Comune di Rocca Priora (provincia di Roma), che ha dichiarato il dissesto finanziario il 24 dicembre del 2008, fatto che non ha tuttavia impedito che rientrasse tra i Comuni virtuosi dello stesso anno e che ottenesse una premialità di 83mila euro; Benevento, cittadina per la quale era stato dichiarato il dissesto finanziario nel 2007 e che ha ricevuto una premialità di 255.395 euro, e, infine, Velletri che è risultato tra i virtuosi nel 2008 con una premialità di 452.000 euro e che l'anno dopo, il 15 ottobre 2009, ha dichiarato il dissesto finanziario. Lo stesso dicasi di Napoli, che ha dichiarato lo stato di dissesto e ricevuto 2.111.162 euro. Tutto ciò è il frutto di come è stata disciplinata la premialità per il passato: va ricordato, infatti, che in passato, a fronte delle lamentele sul fatto che il Patto di Stabilità non premiasse i virtuosi, è stato emanato un provvedimento (art. 77bis, comma 23 L. n. 133 del 6 agosto 2008) con cui si sanciva che a chi rispettava il Patto nel 2008 poteva esser

riconosciuta l'anno successivo, nel 2009, la possibilità di escludere un valore premiale dai vincoli del Patto di quell'anno. Si arrivò però al 2010. Ma la lungaggine temporale è solo uno dei problemi poco rilevanti rispetto al fatto che le risorse da distribuire a titolo premiale furono calcolate come quota del 70% del disavanzo di chi non aveva adempieto al Patto. Quindi, un Comune non raccoglie i frutti del suo sforzo finanziario, aspetto che lo incentiverebbe a operare bene, bensì raccoglie i vizi di chi non lo ha rispettato, con il risultato che ai pochi responsabili non resta che sperare che a non rispettare il Patto siano in moltissimi. Peraltro, il valore complessivo per distribuire le singole premialità è stato ripartito per un 30% in base alla popolazione comunale e per la parte residua in funzione di due indici (di rigidità strutturale e di autonomia finanziaria). Senza entrare nello specifico, anche un profano capirebbe che il numero di abitanti non è indicatore della solvibilità di un Ente.

Se il sistema premiale non sembra contenere elementi adeguati a consolidare incentivi alla virtuosità, quello sanzionatorio mostra la stessa inadeguatezza. Il sistema sanzionatorio si divide, infatti, fra sanzioni proporzionali all'entità dello sforamento, rappresentate da una pari restituzione di risorse allo Stato, e sanzioni "lineari", ovvero indipendenti dall'entità dello sforamento (divieto di impegnare spesa corrente oltre una certa soglia, divieto di indebitarsi, divieto di assumere personale, riduzione dei gettoni presenza), con il risultato che saranno posti gli stessi vincoli a Comuni che non rispettano il Patto per valori assoluti diversi e quindi con diverso impatto sugli assetti di finanza pubblica del sistema Paese, come verrà penalizzato nello stesso modo un Comune sia che non rispetti il Patto per il 5% del suo obiettivo o per il 100%. Questo sistema produce sperequazione di trattamento tra Comuni e induce il singolo che prevede di non rispettarlo a non cercare di contenere il danno. Un'ulteriore riflessione sul sistema sanzionatorio riguarda il fatto che il Patto Ue preveda early warning e processi negoziali oltre a un sistema di penalizzazioni progressivo, tutto al fine di garantire un'azione di avviso preventiva e un'azione consuntiva progressiva in funzione delle misure che lo Stato avrà posto in essere. Il metodo UE così assunto con gli Stati centrali permetterà, inoltre, di istaurare un'interazione negoziale volta a poter considerare gli effetti straordinari che comportino l'impossibilità del rispetto del Patto in corso d'anno. Per i Comuni, invece, il modello sanzionatorio è rigido e automatico, senza possibilità di appello. Peggio ancora, anziché prevedere la possibilità di adattare il Patto a fronte di eventi eccezionali, ogni anno pochi negoziano emendamenti ad hoc risolvendo il proprio problema, ma a discapito di altri e creando "instabilità" nelle regole. Non risolve il problema il decreto legislativo su premi e sanzioni approvato in attuazione del federalismo, anche se è doveroso almeno menzionare che,

come al solito, mentre per gli aspetti sanzionatori definisce norme precise e dettagliate, per la parte premiale lascia sempre un'alea di incertezza, rimandando a futuri provvedimenti di tipo regolamentare che dovranno essere adottati dal MEF e in cui potrebbero facilmente trovarsi regole applicative che limitino la portata delle premialità dell'approccio
Se tutto ciò non fosse sufficiente a dimostrare come il Patto, oltre a condizionare impropriamente l'evoluzione della finanza innovativa, abbia anche condizionato negativamente l'evolvere di una responsabilità afferente la gestione finanziaria, Fabio Amatucci e Paolo Esposito[64] rilevano che è tale la tensione a svincolarsi dalle maglie regolatorie del Patto di Stabilità che si sono indotti anche inefficienze gestionali. Il Patto ha infatti indotto molti EE.LL. sia a forme associate di gestione dei servizi non soggette al Patto di Stabilità (unioni di Comuni e Comunità montante), sia a forme di esternalizzazione pura dei servizi. "Le Unioni dei Comuni sono cresciute del 170%, dal 1998 al 2008, con circa 1320 comuni coinvolti (ben il 20% sono comuni superiori ai 5.000 abitanti, e quindi soggetti al Patto). Non sempre queste scelte sono supportate da adeguate analisi di fattibilità e valutazioni di convenienza economica: basti pensare che circa il 45% delle Unioni dei Comuni non solo ha chiuso in perdita i bilanci del 2006, ma ha fatto registrare costi di produzione unitari dei servizi superiori a quelli che i singoli Enti sostenevano precedentemente".

2.4. Scarsa informazione e scarsa accountability di sistema

Si è già lamentata la difficoltà di sviluppare analisi econometriche di singoli prodotti o del mercato della finanza innovativa nel suo complesso, per mancanza di un set d'informazioni, riconciliabile per territorio o per soggetto promotore. In molti casi, è difficile anche semplicemente quantificarne la dimensione complessiva. La gestione fuori bilancio di molti di questi prodotti, in alcuni casi la negoziazione in mercati non regolamentati, la contabilizzazione di questi interventi codificata sempre ex post dalle norme, l'estrema complessità, sofisticazione e personalizzazione di molti di questi finanziamenti e l'assenza di organismi di controllo o di monitoraggio deputati, di fatto hanno minato la possibilità di un quadro ricognitivo puntuale di questo fenomeno.
Del resto, gli obblighi d'informativa nelle procedure dei singoli strumenti, laddove ci siano, sono spesso relegati e formalizzati per l'esigenza di non eludere un confronto competitivo più che per un'esigenza di programmazione finanziaria o per valutazioni d'impatto economico. E più recente-

64 rif. nota 13.

mente l'attivazione di assessment specifici è stata guidata dalle esigenze di verificarne la significatività ai sensi dei vincoli del Patto di Stabilità (vedasi quanto previsto per le operazioni di public private partnership[65] o per le cartolarizzazioni in funzione delle decisioni assunte da Eurostat) o a fronte di polemiche e contenziosi come nel caso più specifico dei derivati. Ciò non ha impedito che singole istituzioni deputate ad attività di controllo o di studio attivassero specifiche ricognizioni, ma nei modi senza carattere di continuità e nella forma, dedicata a monitorare profili di rischio, poco funzionali a indagare efficienza ed efficacia di queste esperienze.
Ai limiti appena evidenziati si aggiunge un ulteriore elemento di debolezza dovuto al fatto che raramente lo sviluppo di queste analisi comprende sia rilevazioni propedeutiche alla scelta d'investimento, sia consuntive volte a misurare le reali performance (quindi rilevazioni ex ante ed ex post), rinunciando a verificare il grado di soddisfazione delle scelte intraprese e a indirizzare scelte successive. Questo pregiudica anche il confronto tra diversi strumenti e interventi a posteriori e in anticipo relativamente sia ai vantaggi conseguibili/conseguiti, sia alle debolezze da mitigare o da sanare. In sostanza, manca sia una rappresentazione adeguata delle motivazioni che portano a scegliere certi modelli di funding, esercizio dovuto quando si impiegano risorse pubbliche, sia il rendere conto della perizia con cui queste scelte sono poi gestite. Si è avuto modo di evidenziare come, nonostante esistesse un obbligo informativo nei confronti del MEF per quanto attiene la scelta di approvvigionarsi finanziariamente utilizzando obbligazioni e derivati di fronte alle polemiche emerse su tale opzione e sugli impatti che genererebbe, si è dovuto ricorrere a ulteriori monitoraggi non privi di limiti interpretativi e, in questo caso, il contributo già citato di Carlo D. Mottura[66] è illuminante. Interessante notare che sia Carlo D. Mottura, sia Giorgio Ivaldi, Daniela Monacelli, Maria Grazia Pazienza e Chiara Rapallini sottolineino come, paradossalmente, proprio i derivati, a patto che sia possibile scomporre il prezzo del contratto enucleando la componente di pura rimodulazione dei flussi di interesse, potrebbero costituire un'occasione di trasparenza sui bilanci pubblici perché quello che avviene con il derivato "accadrebbe nella sostanza anche se l'ente avesse effettuato una estinzione tradizionale del tasso fisso con apertura di un tasso variabile, la differenza è che stando agli strumenti di monitoraggio sui conti pubblici attualmente disponibili nessuno se ne sarebbe accorto". Allo stesso modo, per il project financing, seppur esista un osservatorio

65 Si fa riferimento alla decisione Eurostat dell'11 febbraio 2004 e alla relativa Circolare del 27 marzo 2009 "Criteri per la comunicazione di informazioni relative al partenariato pubblico-privato ai sensi dell'art. 44, comma 1-bis del decreto-legge 31 dicembre 2007, n. 248 convertito, con modificazioni, dall'art. 1, comma 1 della legge 28 febbraio 2008, n. 31" (G.U. n. 84 del 10 aprile 2009)

66 rif. nota 19.

del fenomeno che monitora alcune informazioni elementari sullo stock di progetti in gara e aggiudicati, non esistono valutazioni ex post di tali operazioni che, come noto, sono caratterizzate da una maggiore complessità rispetto al tradizionale appalto di lavori pubblici. Eppure l'importanza della valutazione ex post è stata recentemente ribadita anche dall'EPEC (European PPP Expertise Centre), che, in una recente pubblicazione, intitolata "A Guide to Guidance, Sourcebook for PPPs in Ten-T", ha sottolineato come la valutazione ex post sia "un processo che aiuta a far tesoro delle esperienze acquisite nei progetti realizzati e a prendere visione dei fattori di successo e di fallimento". Diversamente dall'Italia, nel Regno Unito dal 2004 il National Audit Office si occupa anche della valutazione ex post delle operazioni in PFI/PPP e in Francia è stato previsto l'onere di assessment ex post a carico della Mission D'Appui aux PPP, la taskforce nazionale. L'Italia in tal senso non ha fatto nulla, pur avendo un mercato più datato e più significativo nei numeri rispetto a quello francese.
Si peccherebbe di esterofilia se però non si ammettesse che i casi citati sono un'eccezione anche nel panorama internazionale e ne è una dimostrazione, nel presente Rapporto, il pregevole tentativo di Luisa Sciandra, contenuto nel già citato contributo[67], di comparare per alcuni Paesi europei (Spagna, Francia e Germania) il contesto normativo e la rappresentatività quantitativa e qualitativa dello sviluppo dei derivati in ambito pubblico. Il risultato è che mentre in Italia c'è stata molta anedottica sui media e alcuni lavori quantitativi, negli altri Paesi non esistono informazioni strutturate e statistiche ufficiali, oltre a non essere stato lamentato il pericolo derivati. Certo il vincolo introdotto dalla Legge finanziaria del 2007 di informativa al MEF, pena la nullità degli atti, ha prodotto la base informativa per una ricognizione nazionale. E sebbene anche in quei Paesi alcuni hanno sollevato lamentele sulla carenza d'informazioni (Court des Comptes e Deutsche Bundesbank) e sull'opacità di questo segmento di mercato, anche in presenza di alcune evidenze d'improprietà (vedasi il rilievo della Court des Comptes in cui è evidenziata l'attrattiva dell'upfront per molte amministrazioni) e abusi nell'utilizzo del derivato, questi Paesi non hanno sistemi regolamentati come il nostro.
Se la gestione on balance di alcuni di questi interventi ha agevolato, rispetto alla operatività off balance di altri, la possibilità di rilevare più puntualmente alcune informazioni, l'assenza di una normalizzazione nelle rilevazioni di bilancio evidenzia i suoi limiti, rappresentazione garantita dal contributo di Massimo Anzalone, Giuseppe Florio e Ottavio Ricchi[68]. La necessità di una puntuale condivisione delle informazioni è tema che è emerso, sia per quanto attiene la modellistica e la dimensione finanziaria

67 rif. nota 20.
68 rif. nota 33.

di questo fenomeno, sia altri ambiti quali, ad esempio, quello degli appalti, nella ricognizione di Francesco Decarolis e Cristina Giorgiantonio che riconoscono l'esigenza, per governare l'iper-normazione (locale in attuazione o quale effetto di una sbagliata interpretazione delle previsioni costituzionali), di migliorare la trasparenza fino a proporre l'istituzione di un osservatorio presso le istituzioni competenti (ad esempio l'AVCP) atto a monitorare le riforme adottate dagli Enti locali e ad assicurare la piena accessibilità ai dati relativi agli appalti pubblici. Ma se la scarsa accoutability è il vero convitato di pietra al giudizio della finanza innovativa, nulla si può dire di diverso per il processo di riforma federale che soffre dello stesso limite, ma di questo si è già detto.

2.5. Inadeguate competenze professionali e culturali, insufficiente presidio tecnico-organizzativo, assenza di strumenti formativi, informativi e di task force dedicate

Perché la finanza innovativa possa trovare un adeguato e strutturato recepimento nel finanziamento pubblico è cruciale domandarsi se esistano nella pubblica amministrazione le necessarie competenze professionali e i sufficienti presidi organizzative. Come è altrettanto indispensabile domandarsi, laddove non ci fossero o fossero inadeguate, come si possa fare per supplire a tale carenza. La pubblica amministrazione, sia che agisca indifferentemente nel suo ruolo di regolatore o controllore, piuttosto che di acquirente o in alcuni casi di gestore, non può rinunciare a una adeguata qualifica. E il problema delle competenze è stato ampiamente sollevato tanto da riverberare in continuazione nelle pagine del Rapporto. Del resto, già la cronaca offerta dai giornali senza raffinati monitoraggi, dà evidenza di questo deficit. Un deficit che a onor del vero riguarda, anche se in misura minore, pure il mondo privatistico. Carlo D. Mottura[69] evidenzia un'inadeguatezza dell'approccio al tema dei derivati e al problema valutativo di questi strumenti, soprattutto in riferimento a quanto emerso nel contenzioso generalizzato tra banche ed Enti. Nel presidio di questi strumenti, a suo avviso, nella sfera pubblicistica quanto in quella privatistica, si rileva sia l'insufficienza delle competenze tecnico-specialistiche, sia un deficit culturale. A un problema culturale ascrivibile alla gestione di prodotti finanziari sofisticati, appena citato, si aggiunge il problema culturale afferente il rapporto tra due mondi dalla sensibilità diversa di cui si è dato conto in premessa in riferimento alle PPP, come sollevato da Velia M. Leone[70].

69 rif. nota 19.
70 rif. nota 34.

Il rapporta tra due mondi permette di sottolineare che, perché due operatori dialoghino, è necessario che parlino la stessa lingua e siano reciprocamente consapevoli dei rispettivi obiettivi e dei vincoli che caratterizzano ognuna delle parti. I due universi hanno regole contabili, giuridiche, fiscali, gestionali e relazionali diverse e le PPP, sviluppate impiegando un fondo immobiliare, un contratto di concessione e gestione o qualsiasi altro impiego di finanza innovativa, richiederanno quindi competenze minime dell'ambito pubblicistico e privatistico di ambo le parti. Si chiederanno alla parte pubblica competenze finanziarie, giuridiche (finanziarie, civilistiche e contrattuali), contabili oltre che tipicamente gestionali che caratterizzano il mondo privato. A quella privata sarà richiesto un know how in finanza e contabilità pubblica, diritto amministrativo, economia tributaria e del contesto istituzionale e sociale. Gli operatori di questi due mondi dovranno affrontare inoltre quelle competenze addizionali che ordinariamente lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari implica. Quando si sviluppano nuovi mercati questo deficit è inizialmente fisiologico, lo è stato, per esempio, in Inghilterra con l'evolvere del project financing, che ha richiesto un serie di strumenti volti ad attrezzare la pubblica amministrazione all'approccio e alla gestione di questo modello finanziario, così come ha richiesto che si formassero nuovi operatori diversi dal tradizionale costruttore. Similmente, sempre a titolo esemplificativo, volendo sviluppare il private equity dedicato all'housing sociale, bisognerà accettare che il pubblico debba acquisire sensibilità e professionalità nella gestione di un fondo immobiliare e allo stesso tempo che i vecchi gestori di fondi immobiliare si adeguino a gestire un business model che richiede organizzazioni completamente diverse. Tutto questo richiederà tempi e comporterà successi in misura direttamente proporzionale agli strumenti che si metteranno in campo per facilitarne il processo di osmosi.

L'importante è non assumere la scarsa conoscenza o l'impreparazione come alibi per non utilizzare tale strumentazione o, come si è verificato, per vietarne l'impiego. Per non indirizzarci, come ancora Carlo D. Mottura[71] sostiene, verso una nuova era di divieti, di fronte a questo è necessario trovare il giusto punto di equilibrio tra potenzialità che tale strumentazione esprime e rischi associati a un suo impiego improprio e bisogna farlo abbinando adeguatamente libertà d'impiego con responsabilità delle scelte che si assumo. In sostanza occorre passare da una logica pregiudiziale del divieto a quella di una libertà regolata. Del resto, la finanza innovativa ha una significativa potenzialità che può esprimersi in positivo o in negativo in misura esattamente proporzionale alla perizia con cui è gestita.

Non si capisce peraltro perché questo deficit registri un'attenzione a volte spasmodica sul fronte della strumentazione del funding, quindi sul lato del

71 rif. nota 19.

passivo del bilancio pubblico, e una distrazione proporzionale sul fronte dell'attivo. Come si spiegherebbe tutta l'attenzione mediatica al fenomeno dei derivati, cui corrisponde un valore nozionale di circa 35 miliardi di euro, ma un valore del rischio effettivo probabilmente in un ordine che non supera 1,5-2 miliardi di euro, e l'accettazione che da anni si registra per esempio nell'inefficienza della gestione del patrimonio immobiliare stimata in 6,6 miliardi l'anno. Del resto, l'efficienza della gestione finanziaria del sistema pubblico non può prescindere da una proporzionale e parallela azione sui due fronti: non sono inferiori i danni economici e patrimoniali che si possono conseguire dalla mala gestione di un derivato rispetto a quelli conseguenti all'ordinaria gestione del patrimonio immobiliare.

La chiave di lettura proposta non esime dal riconoscere i limiti di un'evidente inadeguatezza tecnico-professionale in tema di finanza innovativa amplificata dal processo della devolution. Se il deficit esisteva in un contesto istituzionale fortemente centralizzato, operativo secondo il modello della finanza derivata, esiste ancor più in un processo istituzionale volto a riconoscere maggiore autonomia agli Enti territoriali. Micaela Celio e Ilaria Paradisi[72], consapevoli delle complessità tecniche che la finanza di progetto e le collaborazioni pubblico - private implicano, sottolineano: "al federalismo fiscale deve accompagnarsi una maggiore autonomia nella gestione della leva finanziaria e, in particolare, di quella afferente la finanza innovativa e la finanza strutturata (in cui le diverse formule della finanza di progetto rientrano a pieno titolo), sarà necessario predisporre, in via prioritaria, adeguati sistemi di programmazione e controllo e dotare le amministrazioni locali di capacità organizzative e risorse umane in grado di gestire tali sistemi e strumenti complessi e caratterizzati, al momento, da una scarsa accountability"[73]. L'attenzione su presidi organizzativi e professionali a supporto dell'evoluzione della finanza innovativa è un elemento di rilievo fondamentale. Giustamente il richiamo non si è limitato alla finanza di progetto, ma a tutta la finanza innovativa e coinvolge quindi project financing, private equity, emissioni, derivati, cartolarizzazioni e tutto quanto potrà alimentare e supportare il mix di finanza pubblica locale. Programmare come la strumentazione finanziaria innovativa possa rappresentare un supporto alle diverse politiche, strutturare le relative applicazioni, scegliere gli operatori più capaci nell'interpretarle e monitorarne l'efficacia operativa richiede un capitale organizzativo e un capitale umano che non appartiene alla sfera pubblica in generale, a prescindere dal livello istituzionale.

72 rif. nota 15.
73 *Ibidem*.

Che in una materia così interdisciplinare, come la finanza innovativa pubblica, il tema delle competenze e della loro implementazione non inserisca esclusivamente l'ambito finanziario è evidente e nell'affrontare il tema della riforma dei sistemi contabili in attuazione della L. n. 196 (che avvia il processo di riforma nella finanza pubblica e del sistema di contabilità dello Stato e delle altre amministrazioni pubbliche) e della L.n. 42 del 2009, Massimo Anzalone, Giuseppe Florio e Ottavio Ricchi[74] se lo sono posto. Hanno riconosciuto l'esigenza di dover supportare il processo di informazione tecnico - specialistica che una rivisitazione del piano dei conti, delle procedure, della reportistica e l'implementazione di banche dati nuove richiedono per essere adottate e gestite. E hanno evidenziato come "l'estensione del sistema contabile a contabilità nell'ambito pubblico prima non presidiate, l'analiticità scelta per il piano dei conti ai fini di rendere automatiche certe riconciliazioni nella definizione degli aggregati di finanza pubblica e l'allargamento dei soggetti tenuti ad osservare certe regole alimentano una domanda di assistenza e formazione che per non compromettere l'attuazione o le performance della gestione della riforma devono essere affrontate"[75]. Peraltro, la velocità delle trasformazioni in atto accentuano questa domanda anche sulle funzioni più ordinarie dell'amministrazione pubblica. Queste competenze non sono però necessariamente trasversali nei diversi livelli istituzionali (Stato, Regioni ed Enti locali) o nell'ambito degli stessi. Laura Campanini e Nicola Guadagni[76] evidenziano come, sul tema riscossione e gestione amministrativa, le distribuzioni per percentili sia sul fronte dimensionale che sul fronte territoriale di molti indicatori di efficienza nella programmazione delle risorse finanziarie dimostrino una distribuzione delle competenze causale tra gli Enti territoriali. Succede infatti che "un comune incassa al 90% le previsioni di competenza della TARSU nel titolo II mentre altri le incassano in quote che non eccedono il 30%. In alcuni casi, nel rilevare i dati, è emersa una incompetenza palese nella trattazione e gestione delle poste di bilancio (numeri messi a caso o palesemente sbagliati come il riscontro di posizioni debitorie marcate da segno negativo). Tutto ciò evidenza l'asimmetria e la casualità con cui presidi organizzativi e capitale professionale sono distribuiti tra gli Enti". Se questa asimmetria caratterizza aspetti tradizionali come la gestione dei tributi si può immaginare come sia amplificata per le competenze finanziarie.

Proprio in tema di derivati si sono fatte riflessioni sull'opportunità di relegare l'autorizzazione a operare con tale strumentazione solo a certi livelli istituzionali (Regioni piuttosto che Enti locali) o solo a certi livelli dimensionali (Comuni di una certa significatività in termini di densità

74 rif. nota 33.
75 *Ibidem*.
76 rif. nota 10.

della popolazione) nell'ipotesi che a queste dimensioni corrispondessero organizzazioni più adeguate. Carlo D. Mottura evidenza che "l'attività in derivati ha interessato la gran parte degli Enti più grandi e quindi presumibilmente meglio attrezzati per valutare tale operatività, mentre l'incidenza sul totale degli Enti più piccoli appare alquanto ridotta e comunque effettuata su importi decisamente più contenuti"[77]. Ma se questa osservazione, peraltro mutuabile anche per l'analisi dell'impiego di altri prodotti finanziari, dice il vero in merito al maggior ricorso alla finanza innovativa circoscrivibile agli Enti dimensionalmente più significativi, ciò non garantisce comunque sulla presunta maggiore adeguatezza di questi Enti. Più che le dimensioni di un Ente, dovrebbe valere l'accreditamento del possesso di certi requisiti organizzativi per autorizzarlo ad assumere certi impegni e altresì i requisiti professionali dei professionisti di quell'ente per ricoprire certe posizioni. Il tema dei presidi organizzativi è già patrimonio ampiamente appartenente al sistema dei controlli dell'organismo di vigilanza degli intermediari finanziari e fornisce un modello mutuabile con gli opportuni adeguamenti alla sfera pubblica. E' necessario definire chi garantisce la compliance e l'efficienza nell'uso di questa strumentazione: tale garanzia è fondamentalmente connessa ai requisiti soggettivi di chi opera le scelte e ai requisiti organizzativi dell'ente che le opera.

A fronte di queste evidenze va però sottolineato che i vincoli a un efficace presidio del know how finanziario da parte degli Enti territoriali sono molti poiché, per esigenze di contenimento della spesa, sono stati reiterati gli interventi volti a indurre economie sul fronte del riconoscimento remunerativo, della formazione e su quello della possibilità di far ricorso a supporti esterni per funzioni di assistenza tecnica o consulenza. Quale sintetica memoria vale la pena ricordare i vincoli sulla gestione del personale dettati dal DL. n. 78/2010 e il limite, ivi previsto (art. 9 commi 5 e 6), alle assunzioni del personale attraverso il vincolo a una spesa di massimo il 20% del personale cessato l'anno prima; al blocco del trattamento economico dei dipendenti e dei dirigenti pubblici (art. 9 commi 1 e 2) e alla riduzione del 5% degli stipendi dei dipendenti pubblici se il trattamento economico è superiore a 90.000 euro lordi annui e del 10% se superiore a 150.000 euro. Ma forse appare ancor più anacronistico, a fronte di quanto anticipato, la previsione del medesimo decreto (art. 6 comma 13), secondo cui le spese annue di formazione non devono superare il 50% della spesa del 2009. Certo questi elementi non sono incentivanti e di supporto a investimenti organizzativi interni come non lo sono le previsione che condizionano il ricorso a esternalizzazioni sia che siano prodotte da fornitori privati, sia che lo siano da società in house. Nel primo caso, vale la previsione dell'art. 6 comma 7 sempre del n. 78/2010 che dispone che le

77 rif. nota 19.

spese annue per studi e consulenze non debba superare il 20% della spesa sostenuta nell'anno 2009. Nel secondo caso va ricordato che si stanno progressivamente traslando su queste società partecipate i vincoli assunti per la pubblica amministrazione (si veda l'adeguamento alle politiche assunzionali previsto sempre all'art. 9 comma 29 DL. n. 78/2010) e, che nello stesso tempo, venga fatto divieto a partecipate strumentali di prestare servizi verso altri clienti (D.L. n. 223/2006, c.d. Bersani).
Questo secondo vincolo introduce al tema dell'attenzione al presidio professionale soggettivo quello dell'organizzazione degli Enti, considerato che molti di questi hanno cercato di supplire a un deficit del capitale umano e organizzativo con società dedicate. Fenomeno che non è una caratteristica tutta italiana, visto che in tutta Europa i governi hanno strutturato loro società di scopo per interpretare in chiave moderna il rapporto con i mercati e gli operatori finanziari. Ciò è stato fatto nella consapevolezza che per fare questo sono necessarie organizzazione e professionalità diverse da quelle che esistono attualmente all'interno della P.A. Esistono quindi banche, finanziarie, agenzie per facilitare gli Enti territoriali nell'approvvigionamento sui mercati finanziari come la Kommuninvest in Svezia o l'omologa finlandese Municipality Finance, la Kommunalbanken norvegese, la Kommunkredit danese o anche le Nederlandse Waterschapsbank e Bank Nederlandse Gemeenten olandesi. In molti casi, si tratta di soggetti nati dall'esigenza di molte amministrazioni territoriali di sostenere processi di sviluppo locale o, più semplicemente, i meno abbienti delle rispettive comunità. Penso a Sparkassen, Landesbanken e Kreditanstalt fur Wiederaufbau (KfW) in Germania, Verband Schweizerischer Kantonalbanken in Svizzera, Confederacion Espanola de Cajas de Ahorrosin in Spagna fino alla Caisse des Depots et Consignations (CDC) francese e alla nostra Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Ma il contributo fondamentale che tali società garantiscono, se non si fanno tentare da invasioni di campo facendo concorrenza agli operatori di mercato, consiste proprio nella soluzione al deficit lamentato dalla sfera pubblica. Un parterre di istituzioni che, in alcuni casi impropriamente, rappresentano vere e proprie alternative agli operatori privatistici rispetto ai quali si pregiano di operare a costi più contenuti, non dovendo staccare dividendi agli azionisti, in altri, sono semplicemente veicoli che capitalizzano organizzazioni e risorse umane per abilitare le amministrazione pubbliche a un rapporto più efficiente con mercati e professionisti finanziari. Così facendo evitano inadeguatezze che soggetti non specializzati hanno alimentato anche nel nostro Paese, come accaduto, ad esempio, con i derivati, e aiutano gli azionisti di riferimenti a sviluppare un credit enhancement evoluto delle risorse dei propri azionisti. Non è un caso che Giusy Cannone ed Elisa Ughetto sottolineino come "le Finanziarie Regionali per conto delle Regioni abbiano

contribuito a meglio puntualizzare strategie, obiettivi, progettazione e messa in opera di strumenti finanziari innovativi per perseguirle, seppur abbiano potuto farlo solo in presenza di un forte commitment politico e dal set di strumenti coordinati che le Regioni hanno saputo abbinare a queste soluzioni finanziarie"[78]. Tuttavia, nel rilevare ciò, è interessante evidenziare anche come una tale frammentazione abbia necessità di essere ricondotta a un'unità esperienziale attraverso forme di networking e matching di competenze, risorse e rischi, creando alleanze tra Regioni. Aggiungerei che sarebbe opportuno che tale dimensione cooperativa si sviluppi non solo orizzontalmente, ma anche verticalmente chiamando Governo ed Enti sub - regionali a un esercizio maieutico di risposta alle sfide della competitività locale.
In verità, il ricorso a servizi specialistici nell'area finanziaria registra a livello internazionale e nazionale una significativa ricorrenza, e ciò con società in house o semplicemente taskforce, scelte che frequentemente sono solo propedeutiche all'organizzazione di veicoli dedicati alla finanza innovativa. Si veda, ad esempio, tutta l'esperienza messa in campo a livello internazionale a supporto del PFI/PPP. Nel Regno Unito, il PPP Policy Team istituito all'interno dell'Infrastructure UK Unit presso il Ministero del Tesoro, si occupa della pubblicazione di linee guida, di contratti standard e dati statistici sul PFI/PPP, svolge attività di consulenza per i soggetti che intendono realizzare un progetto in PFI/PPP ed è responsabile del TIFU (The Infrastructure Finance Unit), l'unità dedicata al co-finanziamento statale dei progetti in PFI/PPP. In generale, l'Infrastructure UK Unit si occupa di coordinare la strategia sui programmi di investimento infrastrutturali, di verificare il value for money dei grandi progetti di rilevanza nazionale e di fornire indicazioni su come migliorare le performance delle infrastrutture in gestione. Nel 2001 è stata inoltre costituita una taskforce dedicata al settore sanitario, Community Health Partnership, una società indipendente detenuta interamente dal Ministero della salute. A queste si aggiunge nel 2009 Local Partnership, una joint venture tra Local Government Association (l'associazione nazionale degli Enti locali) e HM Treasury (il Ministero del Tesoro), per supportare le amministrazioni territoriali. Ma dell'esperienza di unità dedicate al PFI, seppur con profili diversi da Paese a Paese, c'è universalmente traccia ovunque le PPP siano state assunte quale scelta strategica.

Ciò vale per:
- Italia, dove l' Unità Tecnica Finanza di Progetto (UTFP) è stata istituita nel 1999;
- Francia, dove la Mission D'Appui aux PPP – MAPP Finance è stata

78 rif. nota 26.

istituita ufficialmente nel 2005;
- Germania, dove è stata fondata nel novembre 2008 Partnerschaften Deutschland e dove a livello federale tutti gli Stati hanno costituito a partire dal 2001 PPP Units che sono coordinate tra loro e con Partnership Germany attraverso un network (Foderals PPP Netzwerk);
- Grecia, dove Special Secretariat for PPP è stato istituito presso il Ministero dell'Economia e Finanze con la ratifica della legge n. 3389 del 2005;
- Portogallo con Parpublica, società a capitale pubblico costituita nel 2000;
- Irlanda con la National Development Finance Agency nata nel 2003;
- Canada, Paese in cui è stata costituita, mediante il Business Corporation Act nel 2002, Partnership British Columbia o nel 2005 Infrastructure Quèbec;
- Australia con Partnership Victoria costituita nel 2000 all'interno della divisione commerciale del Ministero del Tesoro e delle Finanze per lo sviluppo delle infrastrutture pubbliche attraverso il ricorso alle PPP;
- Sud Africa con la nascita della PPP Unit, nell'aprile 1997;
- Brasile nel 2007 con l'Unità operativa per il coordinamento del PPP (Unidade PPP) all'interno del Dipartimento per lo sviluppo economico;
- Giappone grazie al PFI Promotion Office, creato nel 1999;
- Korea dove PIMAC, la PPP Unit nazionale è stata istituita nel 2005.

Taskforce o qualsiasi altra esperienza di "in house provider" hanno garantito soluzione alle esigenze di economicità e sostenibilità, ammortizzando i costi su più Enti territoriali e su più operazioni. Le esigenze di funding per gli Enti territoriali sono, infatti, caratterizzate, sul piano temporale, da un ricorso a interventi di finanza straordinaria non continuativo nel tempo e sul piano dei valori da dimensioni troppo ridotte. La non continuità e il sottodimensionamento delle iniziative non permettono né di ammortizzare i costi della loro strutturazione, né di giustificare la costituzione di società o team permanenti. Fabio Amatucci e Paolo Esposito[79] hanno evidenziato come il ricorso all'emissione obbligazionaria si giustifichi, in generale, con riferimento ad importi significativi e a scadenze prolungate, e Alberto Brugnoli[80], nel fornire una cornice metodologica per l'impiego della strumentazione finanziaria per la gestione immobiliare, ha sottolineato come una delle variabili da governare sia proprio la scala dimensionale. Queste sono le ragioni per cui i presidi organizzativi in area finanziaria sono spesso condivisi da più Enti e sono espressione di un approccio associativo nella gestione della funzione finanziaria e/o di un approccio mutualistico nella strutturazione di singole operazioni

79 rif. nota 13.
80 rif. nota 14.

(ad esempio, emissioni o cartolarizzazioni in pool o fondi immobiliari ad apporto condivisi).
Strutturare presidi organizzativi e regolamentare requisiti soggettivi può essere un contributo al problema del deficit di conoscenze e allo stesso modo a quello di responsabilità con cui molte scelte tendono a essere assunte. Strutture e professionisti specializzati degli Enti territoriali potranno essere una garanzia sull'adeguatezza con cui si gestisce la finanza innovativa e potranno altresì evitare scelte inopportune o perfino fare da deterrente a un certo moral hazard. Molti autori hanno infatti ammesso che la leva finanziaria ha indotto i policy makers a postergare nel tempo costi ed effetti negativi di alcune scelte politiche, tanto che autori come ad esempio Fabio Pamolli e Nicola C. Salerno[81] hanno ricordato l'opportunità della "responsabilità politica" di manager e politici disciplinata dall'ottavo decreto attuativo del federalismo fiscale, il decreto legislativo in materia di meccanismi sanzionatori e premiali relativi a Regioni, Province e Comuni.

2.6. Deficit d'incentivazione

Il ricorso alla finanza innovativa, forse per la forza evocativa che il grado d'intervento di mercati e operatori privati implica, ha portato il pubblico a sottostimare nella modellistica sviluppata l'incentivazione pubblica e a non definire puntualmente nel quantum e nel modus le facility per incentivare l'attrazione dei privati. Questo è il forte limite che risulta evidente guardando alle esperienze riguardanti tutta la strumentazione afferente la finanza innovativa. Presupporre un'assenza di agevolazioni presuppone altresì che non esistano imperfezioni di mercato salvo quelle sanabili con aspetti tipicamente regolativi. In realtà, imperfezioni rilevanti e sistematiche di mercato o di segmenti dello stesso (asimmetrie economiche, finanziarie e di rischio) rappresentano la situazione temporanea o ricorrente di molti contesti in cui interviene il pubblico e il presupposto per legittimare tale intervento pubblico volto garantire l'efficienza economico-finanziaria del sistema. Come accade per il social housing, il project financing per le opere fredde o quasi fredde, il private equity in settori ad alto rischio ma con forti esternalità per la competitività del contesto economico di riferimento (ad esempio, lo start up tecnologico), il private equity infrastrutturale per le opere greenfield, la gestione e lo sviluppo patrimoniale di asset ad alto impatto sociale (residenze socio - assistenziali, formazione, sanità, trasporti pubblici locali o, in generale, i servizi connessi alle funzioni fondamentali dei comuni e ai livelli essenziali delle prestazioni delle regioni riconosciuti dal federalismo, etc.).

81 rif. nota 12.

In tali contesti, l'operatore pubblico, al fine di sanare le imperfezioni di mercato e liberare opportunità di sviluppo che rispondano ai bisogni della collettività, interviene, innanzitutto, abilitando l'intervento degli operatori privati, attraverso strumenti finanziari più o meno sofisticati. E deve farlo con una sapiente opera di credit enhancement adeguato nelle modalità operative (modus) e quantitativamente proporzionale (quantum) alle imperfezioni da sanare: in tal modo si possono ristabilire condizioni di libero mercato al minor costo per il pubblico senza il rischio di introdurre elementi distorsivi della concorrenza. Negare questo significa presupporre che tutti i bisogni della collettività siano soddisfabili, anche nel rispetto degli equilibri sociali, e che domanda e offerta possano naturalmente abbinarsi secondo regole standard market; l'evidenza, tuttavia, nega tutto ciò, diversamente bisognerebbe domandarsi come mai gli operatori non soddisfino autonomamente molta parte della domanda in quei segmenti di mercato o quasi mercato in cui invece l'intervento pubblico è chiamato a intervenire. Certo i confini del mercato e del quasi mercato sono mutevoli, perché mutevole è nel tempo l'evoluzione delle caratteristiche di domanda e offerta. Gli stessi confini sono mutevoli anche in funzione della necessità di soddisfazione che si riconosce ad alcuni bisogni, ma questo afferisce all'interpretazione o meglio ai convincimenti che una comunità o la politica che la rappresenta esprimono. Fatta questa premessa, che necessiterebbe di ben altri approfondimenti, il cui contesto d'analisi però non è nella mission di questo Rapporto, possiamo, da una parte, dare per scontata l'esigenza di abbinare anche alla finanza innovativa un supporto agevolativo, dall'altra, evidenziare che lo sforzo di definizione delle modalità d'intervento e la sua concreta attuazione non sono caratteristiche che hanno accompagnato lo sviluppo e la sperimentazione della finanza innovativa di questi anni. Questo gap ha comportato nella migliore delle ipotesi che la strumentazione non sviluppasse tutte le sue potenzialità, in molti casi illudendo che si potessero soddisfare bisogni o domande che in realtà non sono stati soddisfatti. Va anche detto che il presupposto applicativo della finanza innovativa è stato ampiamente promosso dalla necessità di contenere l'impegno finanziario che grava sui bilanci (si vedano le riflessioni sul Patto di stabilità) e questo ha portato a sviluppare la strumentazione d'intervento secondo modalità che fossero a sempre minor intensità d'aiuto e sempre più off balance. Si è quindi passati dall'invasività della contribuzione e del finanziamento pubblico al proliferare di PPP strutturate, tramite impiego di strumenti propri del private equity, del project financing, della finanza strutturata o di gestione del rischio. Tuttavia, il contenimento dell'intensità di aiuto, proprio per quanto rappresentato, non implica l'assenza di qualsiasi agevolazione. Allo stesso modo, l'operatività off balance non deve corrispondere a mistificazioni bilancistiche che

sfuggano dal rappresentare il reale impatto che alcune operazioni avranno nella loro strutturazione sui libri della pubblica amministrazione.
Con queste attenzioni il supporto agevolativo della finanza innovativa potrà assumere diverse modalità tecniche in funzione della "leva" che si vuole attivare (contribuzione a fondo perduto nelle diverse accezioni, co-finanziamento con soft loan, garanzie, fiscalità di favore, etc.) e diversi approcci. Sia Fabio Sattin[82] che Micaela Celio e Ilaria Paradisi[83] sottolineano, ad esempio, come nella co-gestione di risorse pubblico-private si debba prestare attenzione al risk sharing e al benefit sharing, vale a dire, a un'adeguata valutazione e ripartizione del rischio degli interventi, ma anche alla "ripartizione tra l'Amministrazione e il concessionario degli eventuali extra livelli di redditività" o, nel private equity, alla ripartizione delle over performance di un fondo. Del resto, aspettativa di rendimento e rischio sono in finanza associati e quindi a un risk sharing non può non corrispondere un equivalente benefit sharing.
Allo stesso modo, la diversa natura dell'investitore pubblico e di quello privato origina ovviamente differenti obiettivi che vanno allineati e diverse aspettative di rendimento e rischio che vanno calibrate. E' ineludibile, quindi, non solo opportuno, differenziare il trattamento delle due variabili da governare nell'alleanza pubblico-privato. La letteratura economica individua tre diversi approcci[84] per l'incentivazione del soggetto privato nell'ambito dei fondi misti:

- sottoscrizione dei fondi con trattamento paritetico tra pubblico e privati ("Sottoscrizione paritetica"): consiste nella sostanziale parità di condizioni di sottoscrizione tra l'investitore pubblico e quello privato. L'Ente pubblico e l'investitore professionale, supportando in maniera paritetica il rischio degli investimenti, dividono poi i guadagni in conto capitale secondo la quota di sottoscrizione del fondo;
- down-side protection scheme: meccanismo attraverso il quale il soggetto pubblico si assume del tutto o in parte il costo del fallimento in caso di mancata riuscita dell'investimento. L'ente pubblico quindi garantisce al soggetto privato la copertura delle perdite in caso di fallimento dell'investimento;
- up-side leverage scheme: l'intervento pubblico agisce da moltiplicatore delle performance reddituali per il privato: eventuali rendimenti provenienti dagli investimenti al di sopra di una soglia prestabilita, anziché essere distribuiti fra ente pubblico e soggetto privato proporzionalmente alle quote di sottoscrizione del fondo, sono attribuiti interamente o in quota maggioritaria al soggetto privato.

Chiaramente la sottoscrizione paritetica, quella che viene anche indicata

82 rif. nota 25.
83 rif. nota 15.
84 contributo di Jääskeläinen, Maula e Murray, 2007

come l'operare pari passu, non contiene, salvo situazioni peculiari, un meccanismo di incentivazione adeguato ad attrarre capitali privati, mentre gli altri due approcci hanno implicazioni diverse. Il down-side protection scheme crea un meccanismo di incentivazione per l'attrazione di investitori privati attraverso la riduzione del rischio percepito, ma comporta possibilità di assunzione da parte del gestore privato di comportamenti opportunistici; al contrario, l'up-side leverage scheme è il meccanismo più completo sia per attrarre risorse finanziarie private, sia per stimolare una gestione ottimale del fondo. In questo caso, si va ad agire non sul rischio percepito dall'investitore, ma sul rendimento atteso considerato che i guadagni che spettano al soggetto pubblico vengono invece (in parte) attribuiti all'investitore privato. In pratica ciò significa non rinunciare ad avere una garanzia pubblica, modalità levereggiata e soft per incentivare il mercato, ma farlo applicandola a operatori che sono incentivati in funzione delle loro performance e non in funzione dei loro errori.
Cofinanziamento pubblico o grado di incentivazione misurato in termini di intensità d'aiuto devono essere coerenti e commisurati al grado di leverage delle risorse private e al rischio loro associato. La facility pubblica deve essere sapientemente modulata, perché interventi che prevedano un elevato grado di leva in termini di risorse private coinvolte rispetto a quelle pubbliche, ma che non predispongano parallelamente una corrispondente premialità per il privato stesso, risulteranno scarsamente incentivanti. Sono interventi che si tradurranno in politiche di investimento dei gestori privati di tipo ordinario, non essendovi incentivo a perseguire congiuntamente anche obiettivi di tipo pubblicistico. D'altro canto, interventi caratterizzati da un basso grado di leverage (dotazione di matrice prevalentemente pubblica) tenderanno a spiazzare il mercato, andando a sostituirsi all'operatore privato anziché abilitarne l'intervento. Pericolo questo amplificato se la dimensione della misura è significativa rispetto a quella del mercato di riferimento.
Su come abbinare interesse pubblico e interesse privato si esercitano anche Roberto Maselli e Uberto Visconti di Massino[85], trattando lo sviluppo dell'edilizia privata sociale e di come individuare soluzioni per raggiungere la compatibilità economica e finanziaria degli interventi di housing sociale. La rappresentazione è significativa perché questo intervento prevede la modulazione sofisticata di una pluralità di leve (interventi urbanistici, normativi, finanziari ed economici) per garantire la profittabilità delle iniziative. Tra queste leve sicuramente quella normativa e urbanistica hanno un peso rilevante: basta ricordare i vincoli all'inclusione nell'asset location di un fondo per il social housing di patrimoni di edilizia commerciale funzionali a generare reddito nonostante sia in grado di compensare la bassa profittabilità dell'housing sociale.

85 rif. nota 28.

Non va trascurata la potenzialità di garantire compatibilità economiche propria dell'abbinamento di interventi profit e interventi low o no profit, fattore che anche nelle PPP, nel project financing oltre che nel private equity immobiliare può essere la chiave di volta della sostenibilità di un progetto. L'interazione di una pluralità d'interventi, a volte in capo a soggetti istituzionali diversi, è però elemento ricorrente in molti interventi che prevedono l'impiego di finanza innovativa al punto che l'assenza di questo sofisticato gioco di equilibri può mitigare o perfino azzerare il contributo che la strumentazione puramente finanziaria garantisce. Un esercizio rappresentativo di come abbinare strumenti e credit enhancement, impiegando altresì strumenti finanziari di diversa natura è offerto dal lavoro di Alberto Brugnoli dedicato alla valorizzazione e allo sviluppo del patrimonio immobiliare[86]. Nel suo contributo, oltre a fornire una cornice metodologica per l'impiego di questa strumentazione, sottolinea anche due aspetti che rappresentano variabili da governare: la scala dimensionale e i vincoli giuridici. Di entrambi si è già accennato al paragrafo dedicato al capitale professionale e organizzativo, ma il tema dei vincoli giuridici merita di essere richiamato anche in questa sede, considerato che molte agevolazioni possono attivarsi agendo su questa leva. L'autore ricorda i vincoli normativi posti alla costituzione delle società patrimoniali dal decreto Bersani, dalle previsioni della finanziaria 2008 e dalla manovra finanziaria dell'estate 2010. Ricorda come i vincoli posti alla costituzione di società di fatto pregiudichino in molti casi operazioni di finanza strutturata, che non possono prescindere dall'impiego di SPV di natura societaria.

Riduzione dei vincoli e attivazione d'incentivi è un mix che interessa la dimensione orizzontale (pubblico e privato) e quella verticale (Governo e diversi livelli istituzionali) nella sua modulazione e questo è sicuramente un tema su cui il federalismo finirà per incidere significativamente. E questa osservazione è a maggior ragione importante considerato che al mix agevolativo a supporto di un progetto o di un programma, molte volte va abbinato anche un mix d'interventi non sempre per competenze e deleghe in capo nelle sfera della stessa istituzione. Giusy Cannone ed Elisa Ughetto[87], nel concludere il loro contributo sul capitale di rischio a supporto delle start up tecnologiche, rimarcano come il successo di molte iniziative dipenda dalla complementare attivazione di una pluralità di interventi collaterali: promuovere l'innovazione tecnologica, infatti, attraverso il capitale di rischio senza modulare un'eclettica gamma di iniziative non garantisce un framework di successo. Non si può avere venture capital senza iniziative che supportino il ciclo del deal flow come la ricerca, la qualifica dei

86 rif. nota 14.
87 rif. nota 26.

ricercatori e la loro formazione, la regolamentazione del coinvolgimento universitario, lo scouting, il public procurement tecnologico, la fiscalita di favore del funding di queste iniziative, etc.
Proprio la fiscalità di favore è oggetto del lavoro di Giuliana Bo[88] relativamente alle PPP, un lavoro interessante quanto attuale, considerato che la leva fiscale è oggetto in questo periodo di attenzione proprio in merito alla promozione degli investimenti infrastrutturali. In tema di finanza innovativa l'interesse sulla leva fiscale è ulteriormente enfatizzato dal federalismo, considerato che il federalismo incide sui modi e i soggetti con cui questa leva può essere messa a disposizione. L'autrice considera la leva fiscale incentivo alternativo nelle PPP alla strumentazione finanziaria tradizionale ed esplicita come la leva fiscale non sia stata adeguatamente considerata nel supporto alle PPP e come in alcuni casi incida in chiave disincentivante. Le esemplificazioni sono molte; si pensi che il project financing soffre ancora di un trattamento di sfavore rispetto agli appalti tradizionali relativamente all'aliquota IVA cui è subordinato o che è penalizzato, con retroattività delle previsioni normative, in certi settori come nel caso della Robin Tax per le rinnovabili. Si pensi inoltre al tentativo, poi corretto, di ridefinizione del trattamento fiscale dell'ammortamento finanziario degli investimenti in un contratto di concessione o l'aumento della ritenuta fiscale sulle rendite finanziarie e quindi sulle obbligazioni delle società di progetto, solo per ricordare alcuni casi. Ma il trattamento tributario diverso per operatori pubblici e privati è elemento non adeguatamente analizzato che può comportare incentivi o vincoli alla convenienza di ricorre al project financing e il contributo di Giuliana Bo non si sottrae dall'indagare iniziative concrete quali: la riduzione o eliminazione dell'IVA sul contributo pubblico a carico delle amministrazioni pubbliche o gli incentivi fiscali attivabili a favore delle società di progetto (aliquote agevolate o esenzione totale dell'IRES, il beneficio IRAP del cuneo fiscale, agevolazioni IVA). Una riflessione sulle potenzialità del trattamento fiscale a supporto del project financing è stata trascurata, ma della stessa disattenzione soffre anche la semplice valutazione sull'implicazione dei regimi e delle norme tributarie ordinarie a questo istituto. Ne è dimostrazione il fatto che per in molti aspetti applicativi della normativa fiscale risulta necessario un intervento interpretativo e chiarificatore, pena lo stallo di molte iniziative (si pensi all'incertezza in merito alla possibilità del rimborso IVA per le società di progetto). Purtroppo, il trattamento fiscale è sempre stato oggetto di riflessioni endogene alla sfera della finanza innovativa e la memoria già fatta dell'incidenza dello stesso sulle emissioni obbligazionarie degli Enti pubblici ne è ulteriore dimostrazione. Se gli strumenti di finanza innovativa hanno sofferto di un deficit di supporto

88 rif. nota 17.

agevolativo, non manca chi sottolinea come non siano stati adeguatamente valorizzati nella loro capacità di promuovere un'allocazione più selettiva delle risorse pubbliche, come concludono, dopo un ampia rappresentazione di case history nazionali, Giusy Cannone ed Elisa Ughetto[89]. L'abbinare risorse agevolative a interventi dove la selezione delle iniziative è in capo al soggetto privato che partecipa assumendosene il rischio è sicuramente un elemento che può sanare la scarsa capacità selettiva del sistema pubblico, patologia oggetto di molte analisi oltre che quotidianamente riscontrabile dalla platea dei potenziali beneficiari. Naturalmente in chiusura di questa breve riflessione va ricordato che la strutturazione di un supporto agevolativo adeguato alla finanza innovativa non può prescindere da un forte commitment politico, elemento che solo raramente ha caratterizzato l'iniziativa pubblica in questo settore.

3. Quali soluzioni e indirizzi?

L'obiettivo del presente Rapporto non è quello di proporre soluzioni. E' già difficile tracciare un quadro ricognitivo di strumenti e politiche su cui, come evidenziato, esiste un deficit di accountability. Ma gli autori non si sono certo sottratti dal proporre raccomandazioni a volte esplicite, a volte implicite rispetto alle patologie denunciate.
Ho sempre ritenuto la finanza una disciplina ancillare alle altre e sono quindi portato a ritenere che, prima ancora che sul fronte finanziario, si debba intervenire su quello economico-patrimoniale, sui flussi e le grandezze che riguardano gli assetti economico-patrimoniali, quelle che generano tensioni finanziarie e a cui la strumentazione anche più ingegnosa degli intermediari può solo sopperire e fare da palliativo temporaneamente. Su questo fronte gli autori hanno fatto il loro esercizio e in alcuni casi non si sono sottratti dall'esplicitarlo. Il Rapporto rappresenta quindi un esercizio di originale fine - tuning volto a far sedimentare nel tempo convincimenti, approcci, modelli, soluzioni, prescrizioni che sul piano della modellistica e del metodo sono stati trascurati. Le soluzioni saranno la conseguenza logica del metodo che ne deriva.

89 rif. nota 26.