

Eduardo Maria Piccirilli

ISTITUTI INNOVATIVI DI FINANZA TERRITORIALE

Prefazione di **Luciana Di Renzo**

EDITORE



ISBN 88-901015-2-0

Copyright by ACADEMY SCHOOL - 10 LUGLIO 2005

I diritti di traduzione, riproduzione e adattamento totale o parziale e con qualsiasi mezzo (comprese le copie fotostatiche, i film didattici e i microfilm) sono preservati per tutti i paesi.

Al lettore

la realizzazione di un libro comporta costi variabili (carta, stampa, legatura) e costi fissi, cioè indipendenti dal numero di copie stampate (traduzione, preparazione degli originali, redazione, composizione, impaginazione). I fotocopiatori possono contenere il prezzo perchè, oltre a non pagare i diritti d'autore, non hanno costi fissi.

Ogni fotocopia, d'altra parte, riducendo il numero di copie vendute dall'editore, aumenta l'incidenza dei costi fissi a copia e costringe l'editore ad aumentare il prezzo; ciò fornisce, naturalmente, un ulteriore incentivo a fotocopiare. Se questo circolo vizioso non verrà spezzato, arriveremo al punto in cui gli editori non avranno più convenienza economica a realizzare libri.

L'Editore



Piazza Municipio, 3 - Afragola Napoli

Tel. 081 852.58.19

E-mail: academyschool@tin.it

www.academyschool.it

Stampa: Tipografia Soc. Coop. Grafica ETICA
Corso A. De Gasperi, 106 - Afragola (Na)

*Ai miei figli
Pierluigi e Giorgia*

PREFAZIONE

La riforma del titolo V della carta Costituzionale rappresenta senz'altro il punto di arrivo di un processo di modernizzazione amministrativo e gestionale delle amministrazioni territoriali che ha avuto inizio negli anni '90 con la legge 403 del 1990 che diede la possibilità alle amministrazioni pubbliche territoriali di ricorrere ai prestiti bancari senza che vi fosse l'obbligo di ottenimento della preventiva dichiarazione di indisponibilità da parte della Cassa Depositi e Prestiti.

Successivamente iniziò a svilupparsi un dibattito, presso il dipartimento per il Mezzogiorno della Presidenza del Consiglio dei Ministri, intorno ad una nuova forma di finanziamento per la realizzazione delle opere pubbliche: il project financing e l'emissione dei titoli obbligazionari.

L'affermazione di questo nuovo orientamento volto ad incrementare la realizzazione delle opere pubbliche con apporto di capitale privato, del resto è già presente nel nord Europa e nei paesi più industrializzati del mondo, dove il livello delle dotazioni infrastrutturali è di gran lunga superiore al nostro.

L'intervento del privato, motivato dalla possibilità di ottenere un ritorno sottoforma di gestione o di utile sui singoli progetti, crea le condizioni per rendere più flessibili i processi economici delle autonomie territoriali e comporta innovazioni culturali importanti rispetto al modo di operare di tutti i soggetti coinvolti, siano essi pubblici che privati.

In questo quadro l'attivazione e lo sviluppo della funzione finanziaria nelle Regioni, nelle Provincie e nei Comuni diventa esigenza

prioritaria per completare ed integrare i sistemi di gestione delle stesse amministrazioni e per affrontare e rispondere alla crescente incertezza finanziaria.

Il mercato della finanza territoriale è infatti sensibilmente cresciuto: in presenza di una diminuzione delle risorse finanziarie trasferite dal centro per sostenere i servizi, le infrastrutture e i progetti del territorio, le autonomie locali sono proiettate in nuovo crescente verso politiche basate sull'efficacia della loro strategia economica e sulla capacità di colmare i fabbisogni finanziari.

D'altro canto un aspetto positivo è dato dal decentramento istituzionale accompagnato da un rafforzamento del sistema delle autonomie, dal consolidamento dei sistemi di gestione e dall'introduzione di nuovi assetti organizzativi e di formule più flessibili per la gestione e l'offerta dei servizi pubblici locali.

Le opportunità che vengono offerte dalla finanza innovativa aprono importanti prospettive per lo sviluppo delle economie degli enti territoriali. Infatti, attraverso i nuovi strumenti di finanza innovativi gli addetti ai lavori possono operare sia sulla parte corrente, ad esempio rinnovando il parco automezzi col ricorso al leasing o cartolarizzando i crediti, che sulla parte in conto capitale, ad esempio ricorrendo alla cartolarizzazione degli immobili di proprietà dell'ente oltre al project financing e ai prestiti obbligazionari.

Gli istituti di finanza innovativi proposti vanno inseriti in un quadro complessivo di riferimento definito dalle linee guida formulate a livello nazionale sulle emissioni obbligazionarie e project financing di metà degli anni 90 ed i recenti orientamenti del Ministero dell'Economia e delle Finanze su cartolarizzazione immobiliari ed operazioni sui derivati, che riaffermano la necessità di una *governance* del fenomeno, basata sulla conoscenza e sulla chiara individuazione delle operazioni ammissibili.

Lo studio curato dal Piccirilli evidenzia, dunque, attraverso un excursus organico e sistematico-ricostruttivo, il tracciato finanziario che le amministrazioni pubbliche locali sono ormai costrette a percorrere al fine di favorire lo sviluppo e la crescita economica-produttiva del proprio territorio nel rispetto dei vincoli nazionali ed

europei nella finanza pubblica.

La ricerca costituisce, inoltre, una privilegiata opportunità per cogliere pienamente la strategia di gestione finanziaria e le problematiche relative agli investimenti territoriali.

Luciana Di Renzo
*Professore di Diritto Finanziario presso
la Facoltà di Giurisprudenza
Università di Napoli "Federico II"*

INTRODUZIONE

Gli scenari internazionali e nazionali della finanza stanno influenzando notevolmente le strategie e le scelte finanziarie degli enti territoriali. Da un sistema centralizzato di finanza locale si sta passando ad un sistema prettamente locale di reperimento di risorse per favorire lo sviluppo del territorio. Anche se da un lato si sta assistendo ad un processo di autonomia degli enti territoriali, dall'altro vi sono vincoli che influenzano non poco la stessa autonomia. Se è vero, infatti, che gli enti territoriali hanno maggiore autonomia finanziaria, grazie al susseguirsi di leggi dagli anni novanta del secolo scorso in poi, dall'altro sono costretti a subire limitazioni finanziarie in virtù di interventi di politica economica nazionale diretti a far venir meno quel principio costituzionale sancito dall'articolo 119.

L'impostazione dell'autonomia derivante dall'articolo 119 novellato è focalizzata prioritariamente sulla propria finanza, che si prefigura come leva economica attraverso la quale si viene a tradurre, sotto il profilo dell'effettività, l'autonomia finanziaria.

Il sistema di finanza territoriale che ne risulta è improntato a logiche del tutto nuove rispetto al passato, che non potranno che svilupparsi attraverso attente e costanti elaborazioni strategiche in ordine ai flussi di spesa ed alla destinazione delle entrate, anche su base pluriennale.

Uno degli aspetti maggiormente innovativo del nuovo articolo 119 della carta Costituzionale, consiste nel riconoscimento alle Regioni e agli Enti Locali di un'autonomia finanziaria di entrata.

In quest'ottica si spiega il modello aziendale che il legislatore ha voluto introdurre nella gestione degli enti territoriali, il quale impone una decisiva riconsiderazione delle politiche di intervento, che devono essere orientate principalmente a sostenere lo sviluppo economico e produttivo del proprio territorio.

Il sistema economico in cui si opera essendo fortemente globalizzato, vuoi per la libera circolazione dei capitali vuoi per la liberalizzazione dei mercati vuoi per l'elevato sviluppo tecnologico, impone agli enti territoriali di attuare una forte politica degli investimenti per rendere attrattivo il proprio territorio.

In questo contesto l'ente è improntato ad attuare una vera propria politica di marketing, cosiddetto marketing territoriale, al fine di poter attrarre maggiori capitali per sostenere il proprio sviluppo. Da ciò, quindi, nascerebbe la competitività tra enti tale da richiedere una forte capacità decisionale sia da un punto di vista gestionale che politico.

La scelta gestionale si rivolgerebbe ad un'analisi comparativa di convenien-

za sotto l'aspetto economico tra i diversi istituti di finanza alternativa. La scelta politica sarebbe incentrata, invece, all'aspetto della convenienza sociale, strutturale ed economica, in breve sarebbe incentrata da un punto di vista di marketing, e solo in un secondo momento si focalizzerebbe l'aspetto della convenienza da un punto di vista dei costi.

La vasta gamma di prodotti finanziari che oggi gli enti territoriali hanno a disposizione, costringe, per fortuna, ad effettuare un'analisi di tipo politico-economico degli investimenti che richiedono competenze di natura diversa basata su una ripartizione di ruoli.

Il lavoro è articolato in quattro capitoli. Il primo tratta gli aspetti generali della finanza degli enti territoriali, partendo dagli anni settanta del secolo scorso fino alla riforma costituzionale del 2001, considerando anche i limiti posti dal Patto di stabilità e di crescita.

Il secondo capitolo è dedicato all'indebitamento degli enti territoriali: dalla forma tradizionale del mutuo fino alle fonti di finanziamento innovativo come il prestito obbligazionario e il leasing.

Il capitolo terzo è interamente dedicato alla finanza di progetto o project financing: l'ente territoriale ha la possibilità di realizzare opere senza impegnare un solo euro, cosiddetta realizzazione dell'opera in concessione.

L'ultimo capitolo dà la possibilità agli enti di reperire risorse attraverso la cessione sia dei debiti che dei crediti: cartolarizzazione e swap.

RINGRAZIAMENTI

Questo studio è il frutto di un'attività di ricerca, di docenza e di approfondimento sul campo che ho potuto fare all'interno della sezione di Finanza Pubblica del Dipartimento di Scienza dello Stato dell'Università di Napoli Federico II, presso la Scuola di Specializzazione in Diritto Amministrativo e Scienza dello Stato dell'Università di Napoli Federico II, nella qualità di presidente della Commissione di Studio di Finanza e Mercati Finanziari dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Napoli dove ho organizzato due edizioni di master in "Finanza Territoriale", e infine come dirigente dei servizi finanziari e revisore degli enti locali.

Il lavoro si è potuto realizzare grazie anche al contributo di persone che ritengo necessario menzionare per esprimere loro tutta la mia gratitudine.

Innanzitutto la professoressa Luciana Di Renzo che oltre a rappresentare un punto di riferimento per quanto riguarda la mia carriera universitaria, ha contribuito e sta contribuendo non poco alla mia formazione di studioso trasfondendomi nel contempo la sua passione e la sua determinazione, accompagnati dall'entusiasmo che rappresentano per me la pietra miliare per la crescita professionale e di vita.

Mi consenta il lettore di ringraziare le persone più care.

I miei figli Pierluigi e Giorgia, a cui dedico questo libro.

I miei genitori, Luigi e Carmela, che mi hanno sempre sostenuto e incoraggiato nelle mie scelte.

Mia moglie Nunzia che con grande pazienza e intelligenza ha saputo confortarmi in momenti difficili e ha saputo darmi preziosi suggerimenti nella stesura del libro.

Eduardo Maria Piccirilli

CAPITOLO I

LO SVILUPPO DELLA FINANZA TERRITORIALE E IL NUOVO “SISTEMA” GIURIDICO

1. LA FUNZIONE FINANZA: UN PROBLEMA DI CULTURA

Lo scenario finanziario degli Enti Territoriali ha assunto una connotazione quasi autonomistica, grazie al susseguirsi di leggi dal 1990 in poi. Con la legge 142/90, che rappresenta la carta fondamentale dell'ordinamento degli Enti Locali e con la legge 158/90 che segna un primo passo in direzione dell'autonomia impositiva della Regione, il legislatore ha operato una inversione di tendenza rispetto al 1974, anno in cui i cosiddetti decreti Stammati¹ sancirono la centralizzazione dello stato in materia di finanza territoriale, generando quindi una deresponsabilizzazione dei relativi amministratori e dirigenti.

La finanza degli Enti territoriali, in quegli anni, era tutta derivata, lasciando poco spazio di manovra e costringeva amministratori e dirigenti a gestire le risorse della collettività su principi burocratici amministrativi anziché su principi di efficacia, efficienza ed

¹ Il decreto noto come "Stammati 1", convertito in legge nel 1977, autorizzò la Cassa Depositi e Prestiti a concedere mutui decennali per trasformare in finanziamento a lungo termine i debiti contratti dagli Enti Locali e le loro anticipazioni di tesoreria. Con il decreto "Stammati 2", convertito in legge nel 1978 si procedeva lungo questo percorso e si prorogava il regime transitorio introdotto dalla riforma tributaria. Con questi provvedimenti, lo Stato perseguiva il contenimento della spesa imponendo di anno in anno tetti all'espansione delle spese correnti, stabilendo il tasso d'incremento consentito, regolando le diverse poste di entrata e di spesa che andavano messe sotto controllo, dato che i flussi di spesa decisi a livello locale venivano poi finanziati di fatto dallo Stato che pagava a "piè di lista" la differenza tra spese correnti ed entrate proprie dei Comuni. Nacque da queste circostanze il finanziamento degli Enti Locali sulla base del criterio della "spesa storica", cioè del ripiano del fabbisogno denunciato da ogni singolo Ente in ordine alle proprie spese, prescindendo dall'analisi della loro consistenza e del loro utilizzo. Giovanna Marini, "Il percorso innovativo della finanza in direzione del federalismo fiscale", edizione Formez, Febbraio 2002

economicità². Questi principi, oggi adottati nella gestione della cosa pubblica, sono necessari ed indispensabili se si vogliono fronteggiare problematiche relative alla qualità dei servizi erogati e al controllo della spesa secondo una logica aziendalistica, che sembrerebbe la più opportuna, in quanto sul management pubblico pende la spada di Damocle della economicità degli obiettivi da raggiungere. Così per esempio, la forma tradizionale di reperimento delle fonti che finanziano il titolo II della spesa (spese in conto capitale) non sembra rispondere al principio della economicità. Se è vero, infatti, che il ricorso al mutuo presso la Cassa depositi e Prestiti, non genera grosse difficoltà per i cosiddetti “burocrati”, lo stesso non si potrebbe affermare per le altre forme di reperimento del capitale, dove è necessario, in primo luogo, l’attitudine a recepire le novità legislative ed, in secondo luogo, un’attenzione particolarmente idonea a seguire le operazioni di cui si tratta.

Con la legge 403 del 1990 il legislatore abolisce per le amministrazioni pubbliche l’obbligo di ottenimento della preventiva dichiarazione di indisponibilità da parte della Cassa Depositi e Prestiti, per il ricorso a prestiti bancari, ponendo così fine ad un periodo contrassegnato dal finanziamento degli investimenti locali.

Nel 1992 si iniziò a sviluppare un dibattito, presso il dipartimento per il Mezzogiorno della Presidenza del Consiglio dei Ministri, intorno ad una nuova forma di finanziamento per la realizzazione delle opere pubbliche: il project financing e l’emissione dei titoli obbligazionari. Con questi due strumenti di finanza alternativa, en-

² Con questi provvedimenti, lo Stato perseguiva il contenimento della spesa imponendo di anno in anno tetti all’espansione delle spese correnti, stabilendo il tasso d’incremento consentito, regolando le diverse poste di entrata e di spesa che andavano messe sotto controllo, dato che i flussi di spesa decisi a livello locale venivano poi finanziati di fatto dallo Stato che pagava a “piè di lista” la differenza tra spese correnti ed entrate proprie dei Comuni. Nacque da queste circostanze il finanziamento degli Enti Locali sulla base del criterio della “spesa storica”, cioè del ripiano del fabbisogno denunciato da ogni singolo Ente in ordine alle proprie spese, prescindendo dall’analisi della loro consistenza e del loro utilizzo. La scelta della spesa storica come principio per commisurare l’ammontare dei trasferimenti ebbe, però, scarsi approfondimenti. Si sosteneva per lo più, che con tale criterio si premiavano gli Enti che avevano speso maggiormente penalizzando, di conseguenza, i più “virtuosi”, ma non si andava a vedere se ad una spesa storica più elevata corrispondevano, oppure no, più elevate capacità d’intervento o migliori - qualitativamente e quantitativamente - servizi resi. Marini, op. cit., Formez

trati a far parte del nostro ordinamento a pieno titolo dal 1995, si è dato la possibilità agli Enti Territoriali, con il project financing, di realizzare opere pubbliche a costi zero grazie alla partecipazione del capitale privato, che viene attirato ad un ritorno economico attraverso la gestione dei singoli progetti. Con tale strumento si passa dalla contabilità della realizzazione delle opere a quella della loro gestione³.

Il 1990, quindi, rappresenta l'anno del mutamento culturale della funzione finanza degli enti territoriali, perché facendo cadere la residualità del finanziamento privato rispetto alle altre forme di finanziamento, l'ente territoriale acquisisce maggiore flessibilità nella definizione delle sue strategie finanziarie improntate all'esigenza di contenere l'onere di rimborso⁴.

Il legislatore ha voluto dare un grosso impulso agli amministratori e al management, creando delle grandi opportunità nella ricerca di nuove forme di finanziamento da utilizzare in via complementare, se non addirittura in via sostitutiva, a quelle per così dire tradizionali.

Con le nuove opportunità, l'Ente Locale, potrebbe procurarsi gli automezzi e le attrezzature ricorrendo al leasing, sfruttare i

³Fava C. F., "Project financing", *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2002, pag. 3 e ss.; Piccirilli F. M., "Il project financing nello scenario giuridico italiano", *Imp. Comm. Ind.*, n° 10, 2002, pag. 1571 e ss.

⁴Con una legge del 1992, la n. 421, si dava "delega al governo per la razionalizzazione e la revisione delle discipline in materia di sanità, di pubblico impiego, di previdenza e di finanza territoriale". L'articolo 4, dedicato appunto alla finanza degli Enti territoriali, al fine di consentire a Regioni, Province e Comuni di provvedere ad una rilevante parte del loro fabbisogno finanziario attraverso risorse proprie, delegava il governo ad emanare uno o più decreti legislativi, diretti – in particolare per quanto riguarda i Comuni – all'istituzione di un'imposta comunale immobiliare; all'attribuzione, a decorrere dal 1994, della facoltà connessa alla politica degli investimenti di istituire un'addizionale all'IRPEF; all'applicazione agli Enti locali di una disciplina dei trasferimenti correnti che tenesse conto di alcuni principi e criteri direttivi; all'autorizzazione a Province, Comuni, loro Consorzi, Aziende municipalizzate e Comunità montane ad accendere mutui per il finanziamento di opere pubbliche destinate all'esercizio di servizi pubblici soltanto sulla base di progetti "chiavi in mano" ed a prezzo chiuso; al riassetto dell'ordinamento finanziario e contabile delle Amministrazioni provinciali, dei Comuni, dei loro Consorzi e delle Comunità montane; alla revisione ed armonizzazione dei tributi locali vigenti in materia di imposta comunale su pubblicità e diritti sulle pubbliche affissioni, di tassa per l'occupazione di spazi ed aree pubbliche, di tassa per lo smaltimento dei rifiuti solidi urbani. Nell'esercizio di tali deleghe, vi fu l'accantonamento dell'ipotesi di avvalersi della facoltà, da parte dei Comuni, di istituire un'addizionale all'IRPEF.

finanziamenti comunitari per l'acquisto dei fattori produttivi, coinvolgere i privati, utilizzando l'istituto del project financing, per quegli investimenti dove sono previste delle tariffe, ed in via del tutto sostitutivo al mutuo, si potrebbe ricorrere al prestito obbligazionario.

Per avere sviluppo, quindi, è indispensabile un maggior ricorso a nuove forme di finanziamento, forme già ampiamente sperimentate negli altri Paesi europei e americani, ma che in Italia si presentano ancora sotto forma episodica ed esemplare.

Ciò che ancora manca è una cultura che ne consenta una diffusione generalizzata, che interessi e coinvolga gli Enti nel rispetto, però, di precise regole che favoriscano la correttezza e la trasparenza dei processi.

Molti imputano la mancata diffusione di questi nuovi strumenti nella realtà italiana, alle difficoltà burocratiche della Pubblica Amministrazione che non sempre riesce a recepire le esperienze positive e a renderle a sistema; mentre per il settore privato le esperienze positive sono diventate conoscenze comuni, basi di riferimento per numerose realtà, elementi trainanti e modelli da seguire.

Le difficoltà di adozione di nuovi strumenti, purtroppo, sono ascrivibili soprattutto alle divergenze, che esistono, tra amministratori e dirigenti sul modo di finanziare i propri progetti, divergenze che non consentono l'adozione del finanziamento privato, attraverso il prestito obbligazionario⁵ o il project financing, o leasing o la cartolarizzazione.

Con l'emissione del prestito obbligazionario, invece, si consente all'Ente Territoriale di reperire denaro sul mercato a costi sicuramente più bassi rispetto alla forma tradizionale del mutuo e la possibilità di gestire il ricavato del prestito fuori dal vincolo della tesoreria unica⁶.

Oltre a queste forme di finanziamento alternativo al mutuo si

⁵Di Renzo L. - Piccirilli E.M., "La finanza locale tra tradizione ed innovazione", Academy School, Napoli, 2001, pag. 52.

⁶Per una maggiore disamina, Piccirilli E.M., "Gli strumenti alternativi di finanza locale: i BOC", in Imp. Comm. Ind., n° 3, 2001

sono aggiunte in questi ultimi anni altre forme di finanziamento: le operazioni sui derivati (gli swap principalmente) e la cartolarizzazione.

Dette forme di finanziamento, definite operazioni di finanza innovativa o di ingegneria finanziaria, consentono di soddisfare la richiesta di servizi sempre più qualificati da parte dei cittadini e di infrastrutture idonee a favorire il ricorso a queste nuove forme di finanziamento, alimentando così lo sviluppo economico.

L'applicazione della finanza innovativa, ha origine tipicamente internazionale ed è frutto oramai di un'esperienza consolidata e pacifica, inserita in un contesto politico normativo che la promuove e la favorisce. Di qui il baratro, in termini culturali per la nostra legislazione, per la farraginoso adozione di norme non sempre comprensibili da un lato, e la non facile attitudine del "burocrate" a recepire nuove opportunità dall'altro.

Le restrizioni che vengono anche dalle regola del Patto di stabilità, devono stimolare gli operatori a cercare di cambiare il loro modo di considerare la finanza dell'ente territoriale.

I "gestori" degli Enti Locali non sono ancora entrati nell'ottica che possono scegliere tra diversi prodotti per finanziare i propri investimenti, ed inoltre non dispongono di una metodologia e una cultura adeguata che possa guidare la loro azione di ricorso al finanziamento alternativo a quello tradizionale.

Nell'attuale situazione di crisi della finanza pubblica e nella più moderna concezione che va affermandosi di "Stato leggero" e di un sistema politico "federalista", il ruolo dell'Ente Territoriale va sempre più assumendo la funzione di promotore dello sviluppo, perché solo intervenendo nel settore delle opere pubbliche locali si ha lo sviluppo dell'economia.

E' necessario che ci sia un cambio generazionale, perché fino a quando ci saranno gli stessi uomini a guidare questi processi, o per meglio dire, a scegliere le diverse opportunità che la legge oggi consente, la situazione non muterà, anzi il gap che separa il nostro paese dagli altri partner europei sarà sempre più difficile da colmare.

Sembra che i Governi che si stanno succedendo da dieci anni a questa parte stiano facendo molti sforzi per adeguare il nostro si-

stema burocratico a quello degli altri paesi europei.

2 LA FUNZIONE FINANZA NEL SISTEMA GIURIDICO ITALIANO

Con la riforma tributaria degli anni '70, l'autonomia finanziaria subì una drastica riduzione. L'obiettivo di allora fu quello di fornire al governo centrale un maggior numero di strumenti per il controllo dell'economia. Ciò si attuò con la quasi totalità delle entrate tributarie al governo centrale, rendendo così la finanza degli Enti Territoriali una finanza del tutto derivata.

Con questo tipo di impostazione, la situazione finanziaria di questi Enti divenne sempre più critica, in quanto gli amministratori locali si preoccupavano sempre meno della copertura delle spese. Da qui lo Stato attuò la politica del contenimento dei costi, permettendo l'espansione della spesa corrente attraverso un tasso programmatico.

Nel 1986 si passò al finanziamento dei bilanci degli Enti Territoriali attraverso un fondo ordinario, un fondo perequativo ed un fondo sviluppo investimenti.

Con la legge di riforma delle autonomie locali, la 142 del 1990, viene affermato un principio importante: l'entità dei trasferimenti dei fondi è determinato dalla legge, con riferimento ai bilanci dello Stato.

Dal 1992 in poi il federalismo fiscale inizia a muovere i primi passi con l'introduzione dell'ICI per i Comuni. Nel 1997 con l'introduzione dell'IRAP per le Regioni e dell'IPT per le Provincie, si completa una forma parziale di federalismo fiscale, con la corrispondente decurtazione dei trasferimenti statali⁷.

In quest'ultimo decennio, si è sviluppato un dibattito politico-culturale intorno alla tematica del federalismo fiscale. C'era chi non

⁷ Per una maggiore disamina, Di Renzo L., "Politiche e istituti della finanza pubblica nazionale e europea", Academy School, Napoli, 2003; Di Renzo - Piccirilli, op. cit.

riteneva necessario modificare il quadro costituzionale esistente, e chi invece presupponeva una riforma costituzionale di ampio respiro soprattutto cambiando la mappa dei poteri in materia finanziaria.

Non c'è dubbio che parte di tale previsione sia trasfusa nella recente riforma del nuovo titolo V parte seconda della carta costituzionale che da una sovraordinazione dei poteri dei vari Enti territoriali, è passata ad una equiordinazione dei poteri tra Comuni, Provincie, Città Metropolitana, Regioni e Stato. La nuova costituzione ha affermato il principio di sussidiarietà (principio, tra l'altro, già sancito con la legge 59/97 meglio conosciuta come legge Bassanini uno), attribuendo agli Enti Locali la funzione amministrativa ed alle Regioni il potere di legiferare su tutte le materie tranne in quelle esplicitamente riservate allo Stato.

Con la revisione costituzionale avutosi con l'art. 5 della legge costituzionale n° 3 del 18 ottobre 2001 entrato in vigore l'8 novembre 2001, si statuisce il principio dell'autonomia finanziaria per tutti i livelli di governo, per garantire la copertura delle funzioni pubbliche loro attribuite. Alle Regioni ed agli enti Locali, l'art. 119 1° comma della costituzione, attribuisce autonomia finanziaria di entrata e di spesa.

Dall'articolo *de quo* emerge una completa riconfigurazione degli strumenti della finanza locale, con una revisione sostanziale delle logiche sulle quali la riconosciuta autonomia finanziaria degli enti territoriali viene a fondarsi.

L'impostazione dell'autonomia derivante dall'articolo 119 novellato viene ad essere focalizzata prioritariamente sulla propria finanza, la quale si prefigura come leva economica attraverso la quale si viene a tradurre, sotto il profilo dell'effettività, l'autonomia finanziaria. In altri termini, le risorse assegnate perdono il riferimento ai bisogni e vengono attribuite in relazione alla capacità fiscale, salva naturalmente l'esigenza di perequazione delle situazioni meno avvantaggiate. Inoltre, la norma introduce la "Territorialità dell'imposta", vale a dire il principio espresso al secondo comma in una formula che contiene anche il principio di compartecipazione degli

enti territoriali al gettito dei tributi erariali, riferibili al loro territorio. In altri termini, il gettito prelevato da un territorio, in base a determinate regole stabilite da legge nazionale, dovrà rimanere, almeno in parte, nel territorio di produzione.

L'equilibrio tra i sistemi correlati ai differenti livelli istituzionali ha piena garanzia nella previsione costituzionale di un fondo perequativo, senza vincoli di destinazione, da utilizzare per salvaguardare quei territori con minore capacità fiscale per abitante (art. 119 comma 3 Cost.). Il principio di perequare la "capacità fiscale", in sostituzione dell'assegnazione di risorse con riferimento al fabbisogno, risponde all'esigenza di fare corrispondere il principio di responsabilità di spesa con il principio di responsabilità di prelievo nel rispetto dell'esercizio dell'autonomia politica-amministrativa nei diversi territori.

E' opportuno sottolineare che tale interpretazione pone in evidenza le differenze tra i vari territori e le rende più leggibili richiedendo allo stesso tempo un maggiore governo del processo.

La finalizzazione delle risorse delle Regioni e degli Enti Locali è diretta al finanziamento integrale delle funzioni pubbliche attribuite a tali livelli di governo (art. 119 comma 4 Cost.).

Tale elemento reimposta le logiche di responsabilità entro le quali devono operare gli Enti territoriali, a fronte di indubbia rilevanza che assumono per le stesse le entrate proprie, sia in termini dimensionali, che sotto il profilo della qualificazione delle componenti economiche.

La norma costituzionale (art. 119 comma 5 Cost.) prevede, inoltre, che la gestione delle risorse proprie possa essere integrata, con riferimento a quegli Enti Locali e a quelle Regioni che necessitano di un particolare supporto, attraverso risorse aggiuntive ed interventi speciali dello Stato finalizzati a:

- a) promuovere lo sviluppo economico, la coesione e la solidarietà sociale;
- b) rimuovere gli equilibri economici e sociali;
- c) favorire l'effettivo esercizio dei diritti della persona;
- d) provvedere a scopi diversi dal normale esercizio

delle funzioni attribuite alle autonomie territoriali.

L'autonomia economico-finanziaria è poi associata per ciascun di questi soggetti istituzionali alla disponibilità di un patrimonio, attribuito secondo principi generali definiti dalla legge statale (art. 119 comma 6 Cost.).

Infine, alle autonomie territoriali è data la possibilità di sviluppare l'intero quadro delle proprie disponibilità, attraverso il ricorso all'indebitamento, ma esclusivamente per finanziarie spese di investimento e senza alcuna garanzia dello Stato sui prestiti contratti (art. 119 comma 6 Cost.).

Il sistema di finanza territoriale che ne risulta è improntato a logiche del tutto nuove rispetto al passato, che non potranno che svilupparsi attraverso attente e costanti elaborazioni strategiche in ordine ai flussi di spesa ed alla destinazione delle entrate, anche su base pluriennale.

Uno degli aspetti maggiormente innovativo del nuovo articolo 119 della carta Costituzionale, consiste nel riconoscimento alle Regioni e agli Enti Locali di un'autonomia finanziaria di entrata.

Alla indubbia rilevanza di questo riconoscimento, che si lega alla volontà di realizzare nel nostro ordinamento un compiuto sistema di federalismo fiscale, non corrispondono tuttavia univoche opinioni da parte della dottrina riguardo all'estensione di questa autonomia.

Una dottrina minoritaria facendo leva su un rinnovato favor per le Regioni dell'autonomia e del decentramento tributario, ha invocato l'ampliamento fino all'attribuzione di una più ampia potestà impositiva, pur con limiti e forme diverse per Regioni ed Enti Locali (solo le prime sono titolari di competenze legislative)⁸.

La dottrina prevalente, invece, nel porre l'accento sulla necessità di salvaguardare l'uniformità del sistema nazionale, ne ha dato infatti un'interpretazione restrittiva, in base alla quale a Regioni ed Enti Locali sarebbero da attribuire competenze in materia struttu-

⁸Gallo F., "Prime osservazioni sul nuovo art. 119 della Costituzione", in *Rass. Trib.*, 2002, pag. 585 *ess.*; Fedele, "Appunti dalle lezioni di Diritto tributario", I, Torino, 2003, 40

ralmente non dissimili da quelle di cui sino ad oggi sono stati titolari⁹. La dottrina *de quo* ritiene, infatti, che la fonte preliminare dell'autonomia finanziaria è costituita dalla legge statale di autorizzazione, parte integrante dell'ordinamento giuridico che la riconosce. Tale legge contiene una fattispecie tributaria e la introduce nel sistema locale. Nell'ambito dell'ordinamento giuridico tributario il settore statale è unico, mentre quello locale è relativamente ai territori regionali nelle linee caratterizzanti identico, perché sono stabiliti dalla legge gli elementi essenziali del tributo e pertanto agli Enti locali spetta un potere di deliberare sull'*an* e sul *quantum* del tributo nel rispetto del coordinamento che vincola secondo gli stessi criteri gli Enti Locali della medesima Regione, la quale è a sua volta vincolata ai principi fondamentali posti dalla legge statale¹⁰.

Alla Regione, quindi, è demandato solo il potere di armonizzare i bilanci pubblici e coordinare la finanza pubblica ed il sistema tributario nei limiti dei principi fondamentali stabiliti dalla legge statale (art. 117 3 comma Cost.).

3. LIMITI ALLA FUNZIONE FINANZA: IL PATTO DI STABILITÀ E DI CRESCITA

La nascita della moneta unica europea certamente è frutto di un lungo ed articolato percorso che parte dalla stipula, ad opera di sei paesi fondatori (Italia, Francia, Belgio, Repubblica Federale di Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi), del primo trattato comunitario¹¹ firmato a Parigi il 18 aprile del 1951 di istituzione della Comunità europea del carbone e dell'acciaio (CECA) entrato in vigore il

⁹Amatucci A., "L'ordinamento giuridico della finanza pubblica", Novene, Napoli, 2004, pag. 77 e ss.; Leccisotti, "Considerazioni a margine del cosiddetto federalismo fiscale", in *Dir. Prat. Trib.*, 2002, I, 341;

¹⁰Amatucci A., "op. cit.", pag. 83.

¹¹I trattati comunitari rappresentano la fonte primaria del diritto comunitario. I trattati sull'Unione europea contengono i principi fondamentali concernenti gli obiettivi, l'organizzazione e le modalità di funzionamento della Comunità, nonché parti del diritto economico. I trattati costituiscono il quadro giuridico costituzionale della UE, che deve essere completato dagli organi comunitari dotati di appositi poteri legislativi ed amministrativi, nell'interesse della Comunità

23 luglio del 1952. Successivamente, con i trattati di Roma stipulati il 25 marzo del 1957, si dà vita alla Comunità economica europea (CEE) e alla Comunità europea per l'energia atomica (CEEA).

Con l'introduzione del trattato di Maastricht, stipulato il 7 febbraio del 1992 ed entrato in vigore il 1 novembre del 1993¹², i Paesi membri si assumono un importante impegno per quel che riguarda la volontà di proseguire nel processo di integrazione europea dopo la fine della guerra fredda. Tale trattato si basa su due grandi questioni:

a) quella della riforma delle istituzioni e delle competenze. Per quanto concerne le competenze, esse fanno riferimento tanto ai temi tradizionali, quanto la politica estera e la sicurezza comune e gli affari interni e giudiziari. Questi settori rappresentano i nuovi pilastri su cui si fonda il sistema Europa: per ognuno di essi vigono procedure decisionali e strumenti di esecuzione differenti¹³.

b) quella monetaria, preparata dal comitato Delors, che dà il via alla realizzazione della moneta unica, istituendo una Banca centrale ed un Sistema europeo di Banche centrali ed indicando regole e procedure per avviare una politica economica comune. Ciò consentirà all'Unione di concludere un processo iniziato alla fine degli anni sessanta del novecento, dopo la fine della convertibilità del dollaro e culminato prima, nel 1978, con il regolamento del sistema monetario europeo¹⁴ e poi, nel 1986, con l'inclusione dell'art. 20

¹²Tale trattato ha trovato qualche ostacolo per la sua introduzione da subito in quanto alcuni Paesi membri hanno dovuto superare alcune difficoltà interne, prima di riceverlo. La Danimarca ha ratificato il trattato con un referendum popolare, mentre la Germania ha dovuto superare l'ostacolo del ricorso costituzionale.

¹³Il primo si fonda sul sistema comunitario e gli altri due sul sistema intergovernativo. Il Trattato di Maastricht introduce il concetto di cittadinanza europea e, sul piano istituzionale, la codecisione legislativa fra Consiglio dell'Unione e Parlamento europeo e del voto di approvazione parlamentare della Commissione europea (www.europa.eu.int).

¹⁴L'iniziativa della nascita del Sistema Monetario Europeo (SME) è da ascriverlo al Presidente francese Valéry Giscard d'Estaing ed al cancelliere tedesco Helmut Schmidt. I due statisti con l'intenzione di accelerare il processo di integrazione europea e consci del grande valore che la moneta ha nella vita di un paese, di fatto intuirono la possibilità di aggiungere, sia pure con gradualità, l'unione europea alla moneta unica.

nell'Atto unico del 1986¹⁵. L'unione economica e monetaria completa il mercato unico, ma, naturalmente, ha un valore politico ben più grande (www.europa.eu.int/obj/treaties/fr/frtoc112.htm).

La seconda questione del Trattato di Maastricht rappresenta senza ombra di dubbio l'aspetto più importante, perché da esso scaturiscono una serie di atti che di fatto sposteranno i Paesi membri di alcuni poteri in materia economica-monetaria.

Ciò si constata in quanto vincola il Paese membro ad adottare una politica di bilancio in sintonia con quanto previsto dai parametri di Maastricht. Infatti, dal 1993 tutti gli Stati dell'Unione europea che vogliono entrare nell'UEM (unione economica e monetaria) devono contenere l'inflazione, i tassi di interessi, la stabilità del cambio della moneta, l'indebitamento pubblico, la tendenza alla riduzione del debito. In altri termini, gli Stati che avevano intenzione di aderire alla prima fase dell'UEM, dovevano adottare delle misure di finanza pubblica atte a creare una stabilità economica e finanziaria. Il principio cardine su cui si fonda l'UEM è appunto Il Patto di Stabilità e di Crescita¹⁶.

L'obiettivo del Patto di Stabilità proposto è di vigilare affinché le finanze pubbliche degli Stati membri partecipanti alla zona euro siano stabilmente sani, onde garantire la credibilità dell'euro, sia nei confronti dell'opinione pubblica che dei mercati, e di facilitare il mantenimento di tassi d'interessi bassi, favorevoli all'investimento, alla crescita e all'occupazione.

Il patto prevede essenzialmente misure preventive, volte ad evi-

¹⁵L'Atto unico europeo fu stipulato a Lussemburgo il 17 febbraio 1986 e all'Aia il 28 febbraio dello stesso anno. Il suo contenuto si fonda sulla strategia della Commissione europea che tende a creare per davvero il mercato unico previsto dai Trattati. Il nome Unico deriva dal fatto che in un unico trattato venivano comprese le questioni propriamente comunitarie, legate appunto alla creazione di un unico mercato e quelle relative alla cooperazione politica europea. L'Atto unico contiene inoltre clausole di rinvio ad una prossima riforma, in particolare sono gli articoli 20 e 30 relativo all'unione economica e monetaria. Questi due temi costituiranno lo spunto per l'avvio della Conferenza intergovernativa che preparerà il Trattato di Maastricht.

¹⁶In un incontro dibattito su: "Maastricht e dopo Maastricht" tenutosi alla Aspen Institute il 1° febbraio del 1997, l'allora ministro dell'economia, Carlo Azeglio Ciampi, condividendo e approvando l'introduzione del Patto di Stabilità, tra l'altro, affermò: "Non vi è stabilità senza sviluppo, come non vi è sviluppo senza stabilità".

tare che i Paesi partecipanti alla zona euro facciano registrare disavanzi eccessivi, individuando e correggendo i loro slittamenti di bilancio prima che il disavanzo superi la soglia del 3% del prodotto interno lordo (PIL). Esso prevede l'instaurazione di un sistema d'allarme preventivo che comporta una rigorosa sorveglianza delle posizioni di bilancio dei Paesi rispetto agli obiettivi economici definiti esplicitamente nei programmi di stabilità annuali e pubblici.

Il patto di stabilità comprende anche disposizioni dissuasive, in quanto prevede l'adozione di sanzioni finanziarie nei confronti di quegli Stati membri che non abbiano adottato adeguati provvedimenti per correggere una situazione di disavanzo eccessivo. Le sanzioni assumono in primo tempo la forma di deposito infruttifero costituito presso la Commissione europea. Qualora il paese sia in grado di sanare la situazione entro due anni, il deposito gli verrà restituito. In caso negativo, il deposito viene convertito in ammenda definitiva e quindi versata al bilancio comunitario.

Lo Stato italiano al fine di rispettare i parametri di Maastricht ha introdotto il cosiddetto Patto di Stabilità Interno. Infatti, con l'art. 28 della legge 23 dicembre 1998 n° 448¹⁷ (legge finanziaria) lo Stato estende l'applicazione degli impegni presi in sede comunitaria ai governi locali: regioni, province, comune e comunità montane.

Il patto di stabilità interno impegna gli enti territoriali a ridurre progressivamente il finanziamento in disavanzo delle proprie risorse e a ridurre il rapporto tra il proprio ammontare di debito e il prodotto interno lordo.

Il patto di stabilità interno (così come specificato nella C.M. 18 febbraio 1999 "Patto di Stabilità Interno - istruzioni per l'uso") indica dei risultati da raggiungere, e in questo senso è prescrittivo, ma pone dei vincoli sulle modalità di raggiungimento dei risultati, che possono essere diversamente calibrate. In altri termini, esso impone oneri e non obblighi, nel senso che impone il raggiungimento

¹⁷ Il diretto coinvolgimento degli enti territoriali alla realizzazione degli obiettivi di finanza pubblica nel quadro degli accordi comunitari è stabilito dall'art. 28 L. 448/98, come modificato ed integrato dall'art. 30 L. 488/99, dall'art. 53 L. 388/2000, dall'art. 448/2001 e dall'art. 29 L. 289/2002.

di un risultato ma non impone l'utilizzazione di determinati strumenti per il suo raggiungimento, né sanziona l'eventuale mancanza di raggiungimento degli obiettivi prefissati. Le possibili sanzioni future sono strettamente legate alle sanzioni che potrebbero essere applicate dagli organi comunitari all'Italia in caso di violazione del patto di stabilità e crescita sottoscritto dal Paese.

Il patto, così come affermò l'allora sottosegretario al Tesoro, on. Pietro Giarda, "ha più natura di esortazione programmatica che di norma imperativa: per questa ragione si è ritenuto non necessario introdurre nella legge tutte le indicazioni e le norme che sarebbero state necessarie se le norme fossero state di carattere imperativo. Il patto di stabilità interno può essere meglio interpretato come un insieme di precetti tendenti a realizzare obiettivi condivisi da governo centrale e sistema delle autonomie che non come un sistema di norme imperative assistite da un sistema di pene e sanzioni"¹⁸.

Gli enti territoriali devono concorrere al raggiungimento degli obiettivi di finanza pubblica attraverso il rispetto di una serie di parametri circa i valori di bilancio onde escludere sconfinamenti della spesa:

- a) modalità di calcolo del saldo programmatico;
- b) contenimento della spesa corrente;
- c) riflessi sulle previsioni di bilancio e sulle gestioni di cassa e di competenza;
- d) ripercussioni finanziarie sugli esercizi futuri.

Le disposizioni previste nella legge finanziaria del 1999 e anche in quelle future, non si applicano ai comuni inferiori ai 5000 abitanti.

L'intelaiatura sostanzialmente rimane invariata nel corso delle finanziarie successive a quella della prima introduzione del "Patto di stabilità interno".

Il legislatore ha ritenuto solo apportare delle modifiche in ordine al calcolo.

18) Relazione illustrativa all'applicazione dell'art. 28 legge 448/98 dell'on. prof. Piero Giarda, sottosegretario al Ministero del Tesoro

Solo nella finanziaria del 2002 si introduce, per la prima volta, un meccanismo premiante e sanzionatorio¹⁹.

Con la legge 289/2002 (legge finanziaria 2003) si modifica e si integra l'originario Patto di Stabilità. La legge, oltre a modificare le modalità di calcolo, modifica anche le sanzioni a carico di quegli enti che non rispettano il patto. Per questi Enti, infatti, il comma 15 dell'art. 29 della legge 289 del 2002 vieta l'assunzione di personale a qualsiasi titolo, vieta il ricorso all'indebitamento per finanziare investimenti ed impone una riduzione drastica degli acquisti di beni e servizi.

Per quanto riguarda, invece, le novità, il legislatore ha voluto introdurre la programmazione trimestrale dei flussi di cassa dell'obiettivo annuale. Tale programmazione deve tener conto delle riscossioni e dei pagamenti che verosimilmente potranno verificarsi nel corso dei vari trimestri di riferimento (art. 29, comma 17 legge 289/92).

4. INTRODUZIONE AGLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO

Come è noto la popolazione sta crescendo a ritmo veloce e si prevede che si raggiunga la soglia di circa 25 miliardi nei prossimi 50 anni, creando sin da ora problemi non pochi di compatibilità ambientali, materiali e finanziarie disponibili e quelle richieste al fine di consentire uno sviluppo sostenibile del complesso sistema Terra.

Il problema, in particolare, riguarderà la realizzazione dei progetti

¹⁹ "In correlazione alle disposizioni di cui ai commi da 1 a 8, i trasferimenti erariali spettanti ai comuni e alle province a valere sui fondi di cui all'articolo 34, comma 1, lettere *a)*, *b)* e *c)*, del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504, quali risultanti per ciascuno degli anni 2002, 2003 e 2004 in applicazione della legislazione vigente, sono rispettivamente ridotti dell'1 per cento, del 2 per cento e del 3 per cento. Per l'anno 2002, qualora l'ente non rispetti i limiti di cui al comma 4, l'importo dei trasferimenti ad esso spettante è ulteriormente ridotto in misura pari alla differenza tra gli obiettivi derivanti, per lo stesso ente, dall'osservanza del medesimo comma 4 e i risultati conseguiti. Le risorse che si rendono disponibili sono attribuite, con decreto del Ministro dell'interno, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, alle province e ai comuni che abbiano rispettato i medesimi limiti" (art. 24, comma 9 legge 448/2001).

infrastrutturali, dei progetti industriali e dei progetti dei servizi, per la realizzazione dei quali occorreranno ingenti risorse finanziarie, la cui pianificazione, gestione e controllo richiederanno tecniche e modelli che consentano di migliorare, se non superare, quelli attualmente utilizzati, che ormai sono inadeguati a soddisfare le esigenze attuali e sicuramente quelle future.

La ricerca di nuove forme di finanziamento delle opere pubbliche sono necessarie anche per rispondere sempre più ad una richiesta di servizi qualificati da parte dei cittadini e di infrastrutture idonee a favorire lo sviluppo economico, il processo di federalismo, il progressivo calo dei trasferimenti erariali e il limite fisiologico della leva fiscale.

Non c'è dubbio che le autonomie locali abbiano un forte peso nella spesa per l'investimento delle opere pubbliche e si confermano come enti guida per quello che accade in questo settore. Esse rappresentano il principale referente per il sistema delle offerte: dagli investimenti in opere del genio civile e edifici non residenziali effettuati dagli enti locali dipende non solo la qualità del funzionamento dei diversi "sistemi territori" ma anche una parte rilevante del mercato delle costruzioni ²⁰.

Per far fronte alla sempre più crescente esigenza di realizzazione di opere pubbliche da parte degli enti territoriali, è necessario tener presente l'evoluzione del ruolo che le autonomie locali stanno assumendo nel quadro istituzionale negli ultimi anni. La serie di riforme messe in atto dal legislatore stanno incidendo non poco sui poteri, sulle competenze e su tutte le attività degli enti.

Le recenti leggi di riforme strutturali degli enti territoriali (dalle nuove disposizioni in materia di autonomia riportate nella legge 265/99 fino alla legge costituzionale 3/2001 che ha modificato il titolo V parte II della carta costituzionale, la legge quadro sui lavori pubblici (L. 109/94 e successive modificazioni ed integrazioni date soprattutto dalle leggi Merloni bis, 216\95, Merloni ter, 415\98 e

²⁰Bellicini L. - Tascetta M., *opere pubbliche e autonomie locali*, in Primo rapporto sullo stato delle Autonomie Locali, Formez, 2002

Merloni quater 166\2002) e dalla legge obiettivo (443\2001) stanno facendo sentire tutto il loro peso sull'attività degli enti territoriali in quanto soggetti questi destinati a governare il proprio territorio e quindi a rispondere alle nuove e sempre più esigenti domande di miglioramento della qualità della vita e dello sviluppo nello scenario di competizione globale. Questo processo condiziona la riorganizzazione delle politiche urbanistiche, infrastrutturali e di servizio pubblico locale.

La principale novità che condiziona l'attività di gestione e la realizzazione delle opere pubbliche è la redazione del programma triennale delle opere pubbliche (art. 14 L. 109\94 e successive modificazioni ed integrazione).

Il programma delle opere pubbliche rappresenta lo strumento attraverso il quale gli enti definiscono il ciclo di realizzazione degli investimenti, partendo dalla programmazione per arrivare alla gestione, passando per la progettazione, l'affidamento, la realizzazione e il collaudo.

Nel programma oltre alla identificazione dell'opera da realizzare, quindi, viene indicato anche la fonte di finanziamento, che può essere:

1. dai fondi statali;
2. dai fondi propri;
3. dai indebitamento bancario, mutui;
4. dall'emissione di prestiti obbligazionari;
5. dal project financing;
6. dalla cartolarizzazione;
7. dal leasing.

Per quanto riguarda i primi 3 punti, possiamo definirli fonte di finanziamento tradizionale.

Per quanto riguarda, invece, gli altri quattro punti possiamo affermare che essi rappresentano una fonte di finanziamento alternativo e senz'altro innovativo per la finanza pubblica.

L'adozione di questi quattro nuovi strumenti di finanza alternativa, possono rappresentare per la finanza territoriale il motore dell'economia. Il prestito obbligazionario è uno strumento alternativo

al mutuo, perché ha soprattutto una gestione più flessibile rispetto al esso, la cartolarizzazione è la dismissione di immobili o la cessione di crediti, il leasing consente di disporre di beni strumentali senza essere costretti ad immobilizzare ingenti capitali per l'acquisto e il project financing è una tecnica che favorisce il finanziamento di iniziative che producono reddito nel quadro di un'economia di mercato.

CAPITOLO II
L'INDEBITAMENTO

1. LE FONTI DI FINANZIAMENTO

Le fonti di finanziamento degli investimenti per gli enti territoriali, tradizionalmente erano da ricercarsi tra le risorse interne, quali entrate tributarie, entrate extratributarie e entrate da trasferimenti, oltre ad un residuale ricorso ad accensioni di debito presso la Cassa Depositi e Prestiti¹. Il ricorso al credito per il finanziamento degli investimenti, ma anche per il ripiano di debiti fino all'entrata in vigore della legge costituzionale n° 3 del 2001², soprattutto con la Cassa DD.PP., è stata la costante del dopoguerra anche perché non esisteva alternativa.

Con l'entrata in vigore della legge 403 del 1990 che abolì l'obbligo di ottenimento della preventiva dichiarazione di indisponibilità da parte della Cassa Depositi e Prestiti, per il ricorso a prestiti bancari, si pose fine ad un'epoca contrassegnata dall'eccessiva ingerenza dello Stato centrale nelle politiche di bilancio degli enti territoriali. Infatti, l'intervento privato cessa di rappresentare un intervento di natura residuale rispetto alle altre forme di finanziamento e l'Ente territo-

¹Le fonti di finanziamento si distinguono in: interne ed esterne. Le fonti interne, dette anche fonti di autofinanziamento, derivano da: a) entrate correnti destinate per legge agli investimenti; b) avanzo di bilancio che è anche detto avanzo economico; c) entrate derivante da alienazioni di beni, da riscossioni di crediti, da proventi e da sanzioni; d) avanzo di amministrazione. Le fonti esterne derivano da: a) entrate derivante da trasferimento in conto capitale dello Stato e di altri enti pubblici; b) mutui passivi; c) altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge (prestiti obbligazionari, leasing, etc.).

²Con l'entrata in vigore dell'art. 5 della legge costituzionale 18 ottobre 2001 n° 3, che ha modificato l'art. 119 della carta Costituzionale, per gli enti territoriali non è più possibile ricorrere al mercato del credito per finanziare i debiti. L'ultimo comma dell'art. 119, infatti, recita: "I Comuni, le Province, le Città Metropolitane e le Regioni hanno un proprio patrimonio, attribuito secondo i principi generali determinati dalla legge dello Stato. Possono ricorrere all'indebitamento solo per finanziare spese di investimento. E' escluso ogni garanzia dello Stato sui prestiti dagli stessi contratti".

riale acquisisce maggiore autonomie e flessibilità nella definizione delle sue strategie finanziarie nell'ambito del rispetto di un complesso sistema di vincoli.

Gli anni novanta rappresentano, quindi, l'inizio di un processo di aziendalizzazione dell'ente territoriale accompagnato da una sensibile riduzione di una politica di sostegno da parte dello Stato.

Le riforme legislative che si sono succedute dagli anni novanta ad oggi ed i cambiamenti culturali in atto hanno creato le condizioni per un maggior coinvolgimento dei privati nelle politiche di bilancio della pubblica amministrazione. Ciò ha determinato una maggiore attenzione per la validità dei progetti ed una crescente collaborazione pubblico-privato per la realizzazione degli investimenti.

“In tale contesto, è aumentata la rilevanza di una finanza strategica che sostenga il raggiungimento degli obiettivi aziendali e l'individuazione delle risorse disponibili per finanziare investimenti in grado di innalzare i livelli di competitività reale”³.

Si cerca di individuare nuovi percorsi offerti dalla cosiddetta finanza innovativa, atti a reperire fonti più economiche e da superare le rigidità di bilancio. Così si sono venuti ad affiancare al tradizionale mutuo buoni ordinari comunali che, attualmente, costituiscono una fonte di approvvigionamento finanziario in linea con il mercato e, generalmente, sottomessa a condizioni meno onerose di quelle imposte dai mutui.

L'obiettivo, com'è ovvio, è quello di consentire al mercato obbligazionario maggiore espansione, flessibilità ed efficienza. Tuttavia l'emissione di titoli obbligazionari resta un'operazione di indebitamento e gli Enti, per rispettare i vincoli posti dal patto di stabilità, devono impegnarsi nella ricerca delle migliori condizioni per reperire risorse da destinare al finanziamento del bilancio e degli investimenti.

La scarsità di risorse, in effetti, costituisce un problema comune a tutte le amministrazioni, grandi o piccole che siano, mentre molto

³Di Falco G.- Salvi A., “L'euro nell'amministrazione dell'azienda”, atti del convegno svoltosi a Torino, 11-12 dicembre 1998, pag. 270.

limitata resta la possibilità di agire attraverso le leve fiscali. In questa situazione, gli Enti hanno ritenuto di dover ricorrere al linguaggio dell'ingegneria finanziaria finora prerogativa solo del mondo delle imprese: questa pratica tuttavia, pur suscitando forte interesse nelle amministrazioni pubbliche locali, necessita ancora di approfondimenti – se così si può dire – d'ordine culturale.

Si esce, infatti, da un lunghissimo ciclo amministrativo dove la provvista finanziaria si è limitata per gli Enti locali ai mutui a tasso fisso della Cassa DD.PP., regolati da norme e procedure rigide e prive di confronto competitivo con il mercato dei prodotti finanziari. La caratteristica della struttura di tali mutui, era di rimanere costante e non modificabile fino al termine dell'ammortamento, per cui mentre certa era la copertura finanziaria dei relativi oneri, i Comuni erano soggetti a quel rischio di inversione della curva dei tassi che, nel tempo, ha determinato ricadute economiche molto pesanti per il loro bilancio.

La scelta del tipo di finanziamento da attivare va compiuta partendo anche dagli strumenti di programmazione dell'ente (relazione previsionale e programmatica, bilancio pluriennale, bilancio annuale, programma triennale delle opere pubbliche, ecc.) e procedendo ad un'analisi approfondita di tutti gli aspetti che delimitano il contesto generale nel quale si deve operare, vale a dire il tipo di investimento da realizzare, la capacità di programmazione degli amministratori locali, la propensione al rischio dell'ente, la capacità di previsione dell'andamento del mercato finanziario ed inoltre dei principali indicatori economici e finanziari degli ultimi bilanci, al fine di individuare la situazione dell'ente, il grado di autonomia, la rigidità strutturale, la capacità di indebitamento, l'affidabilità dell'ente relativa alla propria posizione debitoria.

Oggi le alternative tendono a moltiplicarsi, anche perché gli enti territoriali stanno diventando soggetti "appetibili" per il mercato finanziario.

Il ricorso al mercato creditizio costituisce ancora oggi la fonte principale di finanziamento delle spese di investimento, soprattutto in opere pubbliche, anche se molti enti si stanno, per effetto delle

loro scarse risorse finanziarie, affacciando al mondo della finanza innovativa con l'utilizzo di strumenti finanziari alternativi, quali: la cartolarizzazione, il leasing, lo swap, etc.

Gli strumenti finanziari di indebitamento a disposizione degli enti territoriali trovano la loro fonte nel decreto legislativo 267/2000 per gli Enti Locali e nel decreto legislativo 76/2000 per le Regioni.

L'accesso al credito è stato sostanzialmente liberalizzato con l'art. 41 della legge finanziaria per il 2002 ed a fini di contenimento dei costi e dello stesso indebitamento nonché il monitoraggio degli andamenti di finanza pubblica, è stato riconosciuto al Ministero dell'Economia e delle Finanze un potere di coordinamento dell'accesso al mercato dei capitali di tutti gli enti che hanno autonomia territoriale.

Per gli Enti Locali l'art. 204 del decreto legislativo 267/2000, fissa un limite quantitativo all'indebitamento riferito agli interessi passivi, il cui importo complessivo non può superare il 25% delle entrate correnti.

Calcolo del limite di indebitamento

Entrate correnti da Consuntivo (anno x-1)	(a)
25% delle Entrate correnti	(b) = *25%
Interessi passivi sui mutui già contratti al netto di oneri di pre- Ammortamento e di contributi in conto interesse (anno x-1)	(c)
Capacità di impegno per interessi	(d) = b-c
Mutui da assumere nell'anno x, i cui interessi si pagano a partire Dall'anno x - 1	(e)
Interessi conseguenti al ricorso annuale al credito (calcolati su "e")	(f)
Capacità d'impegno per interessi a fine esercizio	(g) = d - f
Volume dei mutui ulteriormente contraibili, considerato un tasso Annuo di mercato	(h) = g / i (i ^o è il tasso medio)
Capacità di indebitamento per l'anno x + 1 (valore espresso in percentuale)	$L = \frac{c + f}{a} * 100$

Il predetto limite è indipendente dall'andamento dei tassi soprattutto se variabili e, essendo il limite costruito in rapporto alle entrate correnti, risente dei trasferimenti erariali, le quali dipendono a sua volta dalle modalità di gestione dei servizi pubblici. Ciò denota che

il limite imposto dalla norma, è un limite prettamente giuridico che non tiene conto degli effetti economici legati ai trasferimenti e alle politiche di bilancio future.

Per le Regioni il limite è fissato dall'art. 23 del decreto legislativo 76/2000, che stabilisce che "L'importo complessivo delle annualità di ammortamento per capitale e per interesse dei mutui e delle altre forme di indebitamento non può superare il 25% dell'ammontare complessivo delle entrate tributarie non vincolate dalla Regione e a condizione che gli oneri futuri di ammortamento trovino copertura nell'ambito del bilancio pluriennale della regione stessa". Come si vede, il limite di indebitamento fissato per le Regioni oltre a tener conto delle annualità di ammortamento per interessi, tiene conto anche delle annualità per il rimborso della quota capitale.

Tre sono le procedure di indebitamento:

1) assunzione di mutui a medio e lungo termine da accendersi presso la Cassa depositi e prestiti, presso banche e istituti di credito, presso la Banca europea degli investimenti, presso l'Istituto di credito sportivo e presso l'INPDAP;

2) emissioni di prestiti obbligazionari secondo le norme previste dagli artt. 35 e 37 della legge 23 dicembre 1994, n° 724;

3) leasing secondo il decreto legislativo 358/92 e il decreto legislativo 402/92 che ha modificato ed integrato il D. Lgs. 358/92.

2. I MUTUI

Dalla seconda metà degli anni '90, come abbiamo già detto in precedenza, si è assistito a un radicale mutamento nelle strategie di finanziamento degli Enti territoriali, frutto del mutato contesto e delle nuove esigenze. Se tradizionalmente gli enti hanno fatto spesso ricorso ai mutui a lungo termine erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti e in alcuni casi a quelli offerti da istituti di credito, negli ultimi anni risultano in crescita l'utilizzo di strumenti innovativi di finanziamento con un ampliamento degli strumenti utilizzati.

Le principali fonti di finanziamento per gli Enti territoriali sono:

- a) la Cassa Depositi e Prestiti s.p.a., che si finanzia prevalentemente con il risparmio postale, detiene circa il 30% del debito consolidato;
- b) il sistema bancario, che si finanzia con la raccolta tradizionale e con le emissioni obbligazionarie, detiene circa il 35% del debito locale;
- c) gli altri enti pubblici, quali per esempio l'Inpdap che si finanzia con i contributi, detengono una percentuale residuale nell'ordine del 5-6%.

Tra gli strumenti finanziari a disposizione della pubblica amministrazione che non richiede particolari professionalità è il mutuo.

Le norme che regolano detto strumento sono rinvenibili nel diritto amministrativo, se l'istituto che eroga il mutuo è un ente pubblico (Inpdap, l'Istituto di credito sportivo, etc.) in quanto ci troviamo di fronte ad un atto di concessione amministrativo⁴, mentre sono rinvenibili nel diritto civile se il mutuo è erogato da un istituto di credito⁵.

Il mutuo è un finanziamento a medio e lungo termine garantito da garanzie personali e/o reali. Esso può essere rimborsato in un'unica soluzione o con pagamento rateale comprensivo di quota parte del capitale e degli interessi. La scadenza dei rimborsi può essere mensile, trimestrale, semestrale o annuale.

Da questa breve e succinta descrizione delle caratteristiche del mutuo, si evince che esso non richiede particolare attitudine professionale per la gestione. Inoltre gli operatori hanno trovato nella Cassa depositi e prestiti un interlocutore affidabile, in quanto ente pubblico, e come tale non soggetto a comparazione con altri istituti

⁴Quando il mutuo è erogato da un ente pubblico si è in presenza di una concessione amministrativa che si configura in un atto unilaterale proveniente dall'ente mutuante in risposta all'atto amministrativo di assunzione dell'ente, con le conseguenze proprie degli atti amministrativi in particolare per le azioni di tutela. Dalla Rosa M. D., "Finanziare gli investimenti negli Enti Locali, IPSOA, 2001, pag. 63.

⁵Quando il mutuo è erogato da un ente privato si è in presenza di un contratto di mutuo, che deve, ex codice civile, essere stipulato in forma pubblica con rogito notarile o del segretario comunale e per essere valido il contratto deve contenere gli elementi essenziali previsti dal codice civile.

privati.

Con la fine del monopolio del credito da parte della Cassa Depositi e Prestiti a partire dagli anni novanta, si è aperto un varco comparativo con altri istituti, costringendo la Cassa DD.PP. a rivedere la sua politica creditizia al fine di meglio competere con altri enti. Infatti, pur mostrando dei limiti il mutuo presso la Cassa DD.PP. perché regolato da procedure rigide, onerose e prive di confronto competitivo con il mercato, era preferito agli operatori, in quanto non destava problemi di gestione⁶. I contributi statali riuscivano a coprire l'intero costo del denaro e le rate erano sempre costanti.

Con la fine del monopolio ad opera della Cassa Depositi e Prestiti avvenuto negli anni novanta, grazie alla legge 403 del 1990 che abolì l'obbligo di ottenimento della preventiva dichiarazione di indisponibilità, e con le restrizioni imposte dalla partecipazione del nostro Paese all'Unione monetario Europea⁷, hanno permesso all'ente territoriale, oltre che accedere a nuovi strumenti di finanza alternativa, di accedere in modo meno oneroso e più flessibile agli strumenti già in uso, quale appunto il mutuo. L'Ente territoriale ha la possibilità di contrarre un mutuo sia a tasso fisso che variabile, rinegoziarlo o coprire il rischio con un contratto derivato, come per esempio lo swap.

Gli enti territoriali per accedere al mutuo devono far riferimento ad una serie di norme⁸ che, correlate tra di loro, danno un quadro completo delle procedure di accesso. Tuttavia vi è una diversa procedura di accesso tra i mutui erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti e quelli erogati dagli istituti di credito.

⁶La Cassa DD. PP. Seguiva la procedura passo passo. In caso di errore i funzionari chiamavano il servizio finanziario e lo invitavano a correggere, senza che quest'ultimo incappasse in qualche sanzione o provvedimento disciplinare.

⁷Di Renzo-Piccirilli, op. cit., pagg. 41 ess.

⁸Legge 449/1997 art. 49 comma 15 "estinzione anticipata dei mutui; legge 448/1998 art. 31 comma 34 "erogazione delle somme al tesoriere dell'ente"; decreto del Ministero del Tesoro del 10 maggio 1999 artt. 2 e 3 "determinazione del costo globale annuo massimo per le operazioni di mutuo effettuate dagli enti locali"; decreto legislativo 267/2000 art. 204 comma 2 "limite di indebitamento degli Enti Locali", art. 199 "Fonti di finanziamento degli Enti Locali; decreto legislativo 76/2000 art. 23 "limite di indebitamento delle Regioni".

2.1 MUTUI EROGATI DALLA CASSA DD.PP.

La Cassa DD.PP. su richiesta dell'Ente mutuatario può fornire un formale impegno generale alla concessione dei finanziamenti nel corso di un triennio. Con questa iniziativa si attiva una procedura di finanziamento che si articola in due fasi⁹:

- 1) istruttoria;
- 2) perfezionamento del contratto.

La fase istruttoria è funzionale all'accertamento della sussistenza dei requisiti imposti dalla legge per le operazioni di indebitamento dei soggetti richiedenti, nonché di eventuali altre condizioni fissate dalla Cassa DD.PP.

La prima fase ha inizio con la presentazione da parte dell'ente della domanda di prestito, contenente la quantificazione del fabbisogno finanziario relativo all'investimento e le caratteristiche del prestito richiesto (tipologia, durata e tasso). In caso di mancanza di indicazione di merito, il mutuo viene erogato a tasso fisso e per la durata di vent'anni.

La fase istruttoria si conclude con la deliberazione dell'affidamento del prestito da parte del Consiglio di Amministrazione della Cassa DD.PP. o da un organo dal Consiglio delegato.

Una volta che l'ente ottiene l'affidamento è tenuto a presentare una serie di documenti, tra cui anche le garanzie (saranno trattate nei paragrafi successivi) al fine di consentire alla Cassa di perfezionare il contratto.

In seguito all'accertamento della regolarità della documentazione contrattuale e di garanzia, il funzionario incaricato dalla Cassa DD.PP., provvede a sottoscrivere e ad inviare all'ente mutuatario il contratto completo delle condizioni generali dei prestiti e del relativo piano di ammortamento. In caso di mutui che hanno ad oggetto opere

⁹Cossiga, "Relazione al Master in Finanza degli Enti Territoriali", organizzato dalla Commissione di Studio "Finanza e mercati finanziari" presieduta da Eduardo Maria Piccirilli dell'Ordine dei Dottori Commercialisti del Tribunale di Napoli, aprile 2004.

La procedura e la documentazione per l'ottenimento dei finanziamenti sono stabilite dalla circolare della Cassa Depositi e Prestiti n° 1255 del 27 gennaio 2005, www.cassaddpp.it.

pubbliche, è indispensabile che sia intervenuta l'approvazione da parte dell'ente, del progetto definitivo o esecutivo, ovvero nel caso in cui si faccia ricorso all'appalto-concorso, la chiusura del verbale di gara da parte della commissione giudicatrice.

Il mutuo così concesso è somministrato in una o più soluzioni sulla base della domanda di erogazione corredata da una dichiarazione del responsabile del procedimento dalla quale risultino la natura, gli importi delle spese sostenute e gli estremi del documento di spesa. Il mutuatario risponde della tempestiva destinazione delle somme riscosse agli aventi diritto. La Cassa DD.PP. è estranea al rapporto tra il mutuatario ed i suoi creditori.

Il capitale del mutuo è gestito nell'ambito della tesoreria e le somme sono depositate presso la Cassa. La particolarità del prestito fa maturare un interesse a favore dell'ente mutuatario determinato da un tasso di interesse annuo pari al 2% sul capitale residuo a partire dalla data di ammortamento. Se il finanziamento è assistito dal contributo statale, gli interessi compensativi vengono versati al bilancio dello Stato.

Il contratto di mutuo concluso con la Cassa depositi e prestiti, ad oggi, è ancora la maggiore fonte di finanziamento delle spese di investimento cui fanno ricorso gli enti locali, anche alla luce della definitiva apertura della pubblica amministrazione verso tutte le potenzialità offerte dal mercato finanziario.

Le ragioni del dato sono da rinvenirsi in primo luogo nella nuova struttura organizzativa dell'istituto modellata dal provvedimento di riordino della Cassa di cui al d. lgs. 30 luglio 1999, n. 284.

In particolare sono stati ulteriormente ridotti i tempi di concessione e di somministrazione del mutuo, senz'altro più brevi rispetto a quelli richiesti per altri tipi di prodotti finanziari analoghi così come è stata estremamente semplificata la valutazione del costo dell'indebitamento, in quanto al tasso pagato non si aggiungono commissioni che l'ente è tenuto a coprire.

La Cassa Depositi e Prestiti grazie alla riforma del 1999 che sostanzialmente ha modellato la struttura dell'ente e al successivo decreto del ministero dell'Economia del 9 gennaio 2003 che ha detta-

to nuove regole per quanto riguarda il tasso di interesse fisso da adottare, ha la possibilità di concorrere sul mercato e fronteggiare i concorrenti nella vendita dei propri prodotti finanziari.

Infatti, la misura del tasso da applicare al prestito è legato ad un parametro adottato da tutti gli operatori finanziari: Euribor. A tale parametro, la Cassa aggiunge uno spread che varia a seconda della durata del prestito.

Un altro elemento che potrebbe dare maggiore flessibilità all'Ente nel concedere prestiti è il cosiddetto rimborso di tipo *Bullet*¹⁰.

Poiché la norma parla genericamente di mutui si sostiene che anche quelli concessi dalla Cassa Depositi e Prestiti possano avere questa caratteristica. Ad ogni buon conto occorre comunque un decreto ministeriale che ne preveda l'utilizzabilità, o quantomeno alla pubblicazione di una circolare da parte del direttore della Cassa stessa.

2.2 MUTUI EROGATI DA ALTRI ISTITUTI DI CREDITI

A partire dell'entrata in vigore del D.L. 31 ottobre 1990 n. 310, che con l'art. 5 si è soppresso la disposizione secondo cui gli enti locali non potevano assumere mutui con istituti diversi dalla Cassa depositi e prestiti se non dopo che la stessa avesse dichiarato la propria indisponibilità, inizia ad assumere rilevanza la realizzazione dei piani d'investimento programmati dagli enti locali con il sistema bancario.

Il ruolo che il sistema bancario è chiamato a svolgere è quello di fornire un importante supporto all'azione di promozione dello svi-

¹⁰Il rimborso di tipo *Bullet* è stato introdotto dall'articolo 41 della legge finanziaria 2002 che permette, all'ente mutuatario, di restituire il capitale preso a prestito in un'unica soluzione alla scadenza. In pratica l'ente territoriale con il *bullet* continuerà a versare gli interessi passivi al creditore, mentre le singole quote di capitale vengono accantonate in un fondo (**Sinking fund**) anno per anno, e quindi non rientrando nel sistema di tesoreria unica, possono produrre interessi attivi e ridurre così il costo effettivo dell'operazione.

luppo locale da parte degli enti locali.

Le banche, infatti, sono ormai in grado di fornire un'assistenza completa per accedere al mercato dei capitali.

I finanziamenti che vengono concessi agli enti territoriali dal sistema bancario sono regolati dalle norme del codice civile e devono, a pena di nullità, essere stipulati in forma pubblica e contenere le seguenti indicazioni:

- la rata di ammortamento deve essere omnicomprensiva della quota capitale e della quota interesse sin dal primo anno di ammortamento;
- il finanziamento deve essere ammortizzato per una durata non inferiore a dieci anni;
- l'ammortamento deve decorrere dal primo gennaio dell'anno successivo a quello della stipula del contratto;
- nel contratto deve essere indicato la natura della spesa da finanziare con il mutuo e, ove necessario, avuto riguardo alla tipologia dell'investimento, dato atto dell'intervenuta approvazione del progetto definitivo o esecutivo, secondo le norme vigenti;
- deve essere rispettata la misura massima del tasso di interesse applicabile ai mutui, determinato periodicamente dal Ministero dell'Economia.

Per quanto riguarda la erogazione del capitale, poiché siamo in presenza di un contratto reale, ai sensi dell'art. 1813 c.c., lo stesso si perfeziona con la consegna del danaro, quindi dopo la stipula e l'adempimento di tutte le condizioni previste dal contratto, la banca depositerà il ricavato del mutuo alla banca tesoriera dell'ente.

I mutui concessi dalle banche fuoriescono dal regime della tesoreria unica (qualora non siano assistiti da contributi statali in conto interesse o in conto capitale) e quindi, sulla parte non ancora erogata possono maturare degli interessi attivi, i quali, tuttavia, sono assoggettati al trattamento fiscale (27% ai sensi dell'art. 26, comma 2, del D.P.R. n. 600/1993), che, in base all'art. 27 del collegato alla legge finanziaria 2000, il 50% del gettito della suddetta imposta che affluisce all'entrata del bilancio dello stato viene retrocessa all'ente locale con decreto del ministero del Tesoro. Poiché le somme sono

gestite fuori dalla tesoreria, l'ente ha la possibilità di reinvestimento della liquidità, in operazioni a basso contenuto di rischio e di sicuro rendimento.

Da non trascurare il sistema di ammortamento del capitale: ampia flessibilità di opzione in ordine alla durata dell'ammortamento (10, 15 ed oltre 15 anni) o con il sistema bullet, e potrà essere scelto il tasso fisso o variabile.

Nel primo caso il rimborso avverrà posticipatamente ogni semestre (30 giugno e 31 dicembre) con rata costante, dove la quota di capitale è crescente, mentre quella degli interessi è decrescente (cosiddetto sistema francese).

Nel caso dei mutui indicizzati, fermo restando i tempi e le scadenze dei pagamenti che restano invariati, l'ammontare della rata è variabile, con quota capitale costante e quota interessi calcolata sul debito residuo del periodo precedente (cosiddetto sistema italiano).

Come evidenziato prima, la scelta circa il tipo di tasso di mutuo cui optare è determinata da una serie di elementi quali il tipo di opera da finanziare, le condizioni del mercato finanziario, le aspettative nei tassi.

In base al nuovo sistema (decreto del ministro del Tesoro 10 maggio 1999) il tetto massimo del costo per mutui bancari a tasso fisso è legato all'I.R.S.¹¹ aumentato di uno "spread" che cambia a seconda della durata del mutuo, mentre per i crediti indicizzati il tasso è legato all'Euribor, anche qui aumentato di uno spread differenziato per scadenze.

¹¹I.R.S.: Interest rate swap, scambio di tassi di interesse, espressione che indica lo stesso concetto esposto di swap. Si veda nota sullo swap.

3. IL PRESTITO OBBLIGAZIONARIO

L'emissione di titoli obbligazionari rappresenta, forse la massima espressione del sistema di finanza autonoma degli enti territoriali.

Questa forma di finanziamento, che sembra che abbia riscosso molto successo, comporta sostanzialmente tre ordini di considerazioni:

- la capacità degli enti locali di reperire le fonti di entrate necessarie per finanziare l'investimento senza appesantire ulteriormente il bilancio individuate in via straordinaria nei programmi di privatizzazione di alcune aziende ed in via ordinaria in una più efficiente gestione delle risorse di bilancio, attraverso l'eliminazione degli sprechi e l'attuazione dei sistemi di controllo dell'economicità dell'azione amministrativa introdotti dalla legge (controllo di gestione, controllo strategico);
- la possibilità di utilizzare la liquidità del credito non ancora somministrato, atteso che tali finanziamenti fuoriescono dal regime della tesoreria unica e retrocessione del 50% dei proventi fiscali che lo Stato verserà all'Ente locale;
- il quadro normativo di riferimento, che deve essere sempre più modellato verso la preminente esigenza di rendere le emissioni obbligazionarie più appetibili sia per gli investitori che per gli enti emittenti.

Dal 1995 in poi il legislatore è più volte intervenuto per eliminare alcuni dei vincoli che impediscono lo sviluppo di questa fonte di finanziamento.

Così, per esempio, anche per i buoni obbligazionari è prevista la possibilità di applicare il sistema di ammortamento di tipo bullet.

E' stato abrogato il vincolo che prevedeva l'obbligo del collocamento alla pari, il che rendeva estremamente rigidi i BOC, a fronte di un'esigenza di flessibilità richiesta dal mercato per la collocazione dei prodotti finanziari.

La legge stabilisce le condizioni di rispetto dei vincoli di bilancio necessarie per emettere i titoli obbligazionari, nonché la disciplina per le modalità di emissione, la durata, le garanzie e le scadenze delle cedole.

3.1 FONTE NORMATIVA

Per aver un quadro completo della normativa che regola l'emissione dei prestiti obbligazionari, bisogna partire dalla legge 142/90 per gli Enti Locali¹² e dalla legge 281/70 per le Regioni¹³.

L'articolo 32 comma 2 lettera "i" (articolo inserito nel Capo X intitolato "Organi del comune e della provincia") ha espressamente previsto che il consiglio (comunale o provinciale) può deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari, il che significa che l'Ente Locale nel rispetto dell'autonomia finanziaria sancita dall'art. 54 (articolo inserito nel Capo XIV intitolato "Finanza e contabilità") della stessa legge, ha la possibilità di ricorrere alla finanza alternativa per finanziare gli investimenti.

Con l'art. 32 il legislatore ha voluto che solo con una espressa volontà del Consiglio, l'Ente Locale ha la possibilità di avvalersi dell'istituto dell'emissione dei titoli obbligazionari, rinviando ad altra normativa la procedura e il contenuto della delibera (avvalendosi della riserva di legge).

Bisogna aspettare quattro anni prima che l'Ente Locale potesse effettivamente avvalersi di questo istituto. Infatti, è solo con la legge 23 dicembre 1994, n° 724 che si stabilisce che gli Enti territoria-

¹²La legge 8 giugno 1990 n° 142, ha creato i presupposti per la revisione delle innumerevoli norme emanate dal legislatore dal 1911 in poi, tra cui ricordiamo:

- R.D. 12 febbraio 1911, n° 297;

- R.D. 4 febbraio 1915, n° 148;

- Il testo unico della legge comunale e provinciale approvato con R.D. 3 marzo 1934, n° 383. Con l'introduzione del Testo Unico degli Enti Locali, decreto legislativo del 18 agosto 2000, n° 267, il legislatore ha voluto riunire e coordinare le disposizioni di leggi vigenti in materia di enti locali dando vita ad un nuovo corpo normativo con il rango di legge generale dotata di sistematicità con valenza innovativa. Il testo unico de quo, infatti, non è solo un testo di raggruppamento di leggi, ma un articolato che incide sulle norme preesistenti tenendo conto dell'evoluzione normativa cronologica e delle numerose sentenze emanate dalla Corte Costituzionale e dalla Corte di Cassazione in materia. Il nuovo testo unico è suddiviso in tre parti fondamentali: la prima riguarda l'ordinamento istituzionale, la seconda riguarda l'ordinamento finanziario e contabile e la terza raccoglie le disposizioni finali.

¹³L'art. 10 della legge 281 del 1970, recita: "Le Regioni possono contrarre mutui ed emettere obbligazioni...".

li¹⁴ possono deliberare l'emissione dei "buoni comunali o provinciali ordinari". In particolare, sono gli artt. 35 e 37 (inseriti nel Capo V titolato "Finanza regionale e locale") della suddetta legge che regolano la materia, stabilendo le condizioni e i requisiti per accedervi.

Il comma 10 dell'art. 35 della suddetta legge rinviava ad un successivo regolamento del Ministro del tesoro la determinazione delle caratteristiche e dei criteri dell'emissione. Così, con il Decreto Ministero del Tesoro n° 152 del 29 gennaio 1996 si è data piena esecuzione alla legge 724/94.

Il punto di partenza per gli Enti Locali al fine di poter compiere una disamina sulla disciplina dei buoni obbligazionari, può essere ricercato nell'art. 205 del decreto legislativo 18 agosto 2000 n° 267 che, recita: "Gli Enti Locali sono autorizzati ad attivare prestiti obbligazionari nelle forme consentite dalla legge".

Per quanto riguarda le Regioni possiamo dire che sin dalla loro costituzione avvenuta nel 1970 potevano emettere buoni obbligazionari grazie all'art. 10 del legge 281/1970, ma soltanto per finanziare investimenti o assumere partecipazioni in finanziarie regionali.

Certo che la normativa è in continua evoluzione perché è la sempre più esigenza degli enti territoriali dettata da una crescente voglia di autonomia, che spinge il legislatore ad intervenire per migliorarla e renderla più flessibile così come richiesta dal mercato. Ne è la dimostrazioni che quasi in ogni finanziaria troviamo un comma dedicato a questo particolare strumento finanziario. Così per esempio, la legge finanziaria per il 2002, la 448/2001, ha rimodellato alcuni aspetti della disciplina posta dalla legge del 1994, in tema di divieto di emissione sotto la pari e di restituzione anticipata del prestito (articolo 41 comma 3) e, dall'altro, ha ampliato lo spettro delle finalità perseguibili dell'ente emittente l'emissione

¹⁴ La legge 724/94 individua gli Enti pubblici che possono emettere le obbligazioni: le provincie, i comuni, le città metropolitane, le comunità montane, i consorzi tra enti territoriali e le regioni.

obbligazionaria (articolo 41 comma 2)¹⁵. E da ultimo la finanziaria del 2005, la 311/2004, al fine di contribuire alla riduzione del debito delle pubbliche amministrazioni, ha ritenuto necessario favorire l'emissione dei buoni obbligazionari. Il legislatore ha voluto favorire in modo del tutto particolare il sistema delle procedure di collocamento sul mercato a mezzo di convenzioni tra più comuni modificando l'art. 207 del decreto legislativo 267/2000 che consente, in caso di emissioni di buoni obbligazionari in forma congiunta tra più comuni, il rilascio di fidejussioni da parte del comune capofila a garanzia al complesso delle operazioni stesse.

3.2 CENNI STORICI

Si può dire che Napoli è stata precursore nell'utilizzo di strumenti di finanza innovativa prima ancora che il Regno intervenisse normativamente. Il Consiglio Comunale di Napoli nelle varie sedute tra ottobre e novembre del 1880, deliberò una emissione di lire italiane pari 86.953.310 con una rendita annua del 5% a partire dal 1 gennaio del 1881. L'emissione garantita dal Governo monarchico, aveva una durata di 99 anni e il rimborso avveniva mediante sorteggio ogni sei mesi presso la casa comunale di Napoli. Successivamente il Governo Regio ritenne opportuno regolamentare l'evento pionieristico del Comune di Napoli con la legge 14 maggio 1881 n° 198 attuata con Regio decreto del 15 ottobre 1881 n° 438.

¹⁵ Si riportano di seguito i commi 2 e 3 dell'art. 41 della legge 448/2001..... 2. Gli enti di cui al comma 1 possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito. Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegozzazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni.

3. Sono abrogati l'articolo 35, comma 6, primo periodo, della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e l'articolo 3 del regolamento di cui al decreto del Ministro del tesoro 5 luglio 1996, n. 420.

Negli anni venti del secolo ventesimo vediamo che si inizia a diffondere lo strumento del titolo obbligazionario sui mercati esclusivamente internazionali grazie al Regio decreto del 22 luglio 1923 n° 1803.

Nel 1934 con l'introduzione del Testo Unico delle leggi comunali e provinciali, si diede la possibilità agli enti locali di poter collocare sui mercati senza alcuna limitazione mutui in cartelle o altro titolo negoziabile sulla base, però, di una espressa autorizzazione del Ministero delle Tesoro e della Banca D'Italia.

Il 27 gennaio del 1962 con la legge n° 7 si autorizzava il Comune di Napoli a emettere obbligazioni ventennali, assistite da garanzia dello Stato e quotate in Borsa, per il finanziamento di un piano straordinario di opere pubbliche¹⁶.

Successivamente con la legge 10 ottobre 1962 n° 1549 si autorizzava il consorzio del canale di Milano-Cremona-Po ad emettere prestiti obbligazionari con garanzia ipotecaria sui beni immobili degli enti emittenti.

Altri comuni si sono imbarcamenti in questi strumenti di finanziamento. E' il caso di annoverare certamente l'emissione del comune di Genova del 12 ottobre 1973. L'Ente per finanziare delle opere pubbliche di rilevante interesse si avvale della Banca Commerciale Italiana e della Cassa di Risparmio di Genova ed Imperio per dirigere un consorzio bancario che provvide ad offrire al pub-

¹⁶L'art. 4 della legge 27 gennaio 1962 n° 7 recita: "Il Comune di Napoli, per l'esecuzione di opere pubbliche straordinarie di sua competenza, è autorizzato ad emettere, con l'osservanza delle vigenti disposizioni, obbligazioni ventennali con decorrenza non anteriore al 1° luglio 1961 assistite dalla garanzia dello Stato. Dette obbligazioni sono parificate, ad ogni effetto, alle cartelle di credito comunale e provinciale emesse dalla Cassa Depositi e Prestiti con esenzione da qualsiasi tassa, imposta o tributo sul capitale e sui frutti spettanti sia all'Erario dello Stato che ad altri enti. I titoli medesimi sono ammessi di diritto alla quotazione ufficiale delle Borse valori della Repubblica.

Con decreti del Ministro per il tesoro di concerto con il Ministro per l'interno, sentito il Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio, saranno stabiliti il tasso di interesse, i termini, le modalità ed ogni altra condizione riguardante le emissioni dei titoli di cui al presente articolo. La emissione delle obbligazioni non potrà in valore nominale eccedere i seguenti ammontare annui: 35 miliardi nel 1961; 10 miliardi nel 1962; 10 miliardi nel 1963; 15 miliardi in ciascuno dei tre anni successivi. Le obbligazioni non emesse in un anno possono essere emesse negli anni successivi. Quale concorso nelle spese inerenti alle opere pubbliche straordinarie di cui al presente articolo, il Tesoro dello Stato assume a proprio carico il corso di emissioni, nonché servizio per capitale ed interesse per i primi quindici anni afferenti a ciascuna emissione".

blico “Il prestito obbligazionario città di Genova 7%, 1973-1993” di 20 miliardi delle vecchie lire, garantito da delegazioni sui proventi tributari.

Anche la città di Milano si è resa protagonista nell'utilizzo di questo strumento per finanziare la linea 1 della metropolitana.

Ma il boom vero e proprio si è avuto con l'introduzione degli articoli 35 e 37 della legge 724 del 1994, che ha snellito la procedura rendendola più flessibile e più agevole al fine di consentire anche ai piccoli comuni di avvalersi di questo importante strumento di finanziamento.

Senza ombra di dubbio questo strumento ha una doppia valenza: finanziaria e politica.

Da un punto di vista finanziario, esso garantisce una spinta all'efficienza e alla flessibilità degli strumenti di indebitamento degli enti territoriali e contribuisce non poco alla riduzione del costo del denaro e hanno il vantaggio che il ricavato del prestito è gestito fuori dal campo delle regole della tesoreria¹⁷.

Da un punto di vista politico, invece, i prestiti obbligazionari rappresentano il primo passo concreto verso quel riequilibrio territoriale in senso federale che nasce non solo da un indirizzo normativo nazionale, ma anche da precise indicazioni dell'Unione Europea. Il Congresso di Strasburgo del 1994 sancì definitivamente l'esigenza per tutti gli Stati membri di attuare la cosiddetta Carta d'Europa dell'autonomia locale. Dare la possibilità agli enti territoriali di essere autonomi, vuol dire metterli in competizione ad armi pari con gli enti dei partner europei, in una Unione in cui il regionalismo è la linfa del corretto funzionamento dei governi locali.

¹⁷ L'art. 9 comma 2 del decreto ministeriale n° 420/96 prevedendo l'esonero dall'applicazione delle norme concernenti la tesoreria unica del ricavato del prestito, crea un fattore di rilevanza economica a favore dei prestiti obbligazionari di non poco conto. Agli amministratori, infatti, viene data la possibilità di gestire le somme nel migliore dei modi, grazie alla vacatio che si crea dall'inizio dell'opera da realizzare al pagamento della stessa. In altri termini, poiché l'ente entra in possesso delle somme molto prima che l'opera ha inizio (l'ente può dare inizio alle procedure di gara solo ad incasso delle somme del prestito), ha la possibilità di abbattere i costi del denaro o investimento la somma in titoli a termine o altre operazioni similari, oppure accendendo un conto corrente dedicato presso il tesoriere o altra banda contrattando un tasso di interesse.

3.3 GLI ENTI EMITTENTI

Il primo comma dell'art. 35 della legge 724/94 elenca gli enti territoriali deputati ad emettere un prestito obbligazionario: le provincie, i comuni e le unioni di comuni, le città metropolitane, le comunità montane, i consorzi tra enti locali territoriali e le regioni. Per queste ultime, lo stesso articolo non aggiungendo niente di più a quanto già affermato nella legge del 1970, resta ferma la disciplina di cui all'art. 10 della legge 16 maggio 1970, n° 281, come modificata dall'art. 9 della legge 26 aprile 1982 n° 181. Il legislatore confermando la normativa del 1970, è come se avesse voluto rinviare ad un'apposita norma regionale (magari con un'apposita legge regionale) la regolamentazione dell'emissione del prestito obbligazionario. Infatti, il decreto di attuazione agli artt. 35 e 37 della legge 724/94 non si applica alle regioni per espressa dichiarazione fatta dal Ministero del tesoro nella circolare esplicativa del primo decreto: "Il regolamento recentemente emanato si applica agli enti locali...si escludono le regioni"¹⁸.

Il legislatore della finanziaria del 1995 facendo un elenco esplicito degli enti territoriali abilitati ad emettere il titolo obbligazionario, ha voluto che il territorio rappresentasse non il limite alla sfera di competenza loro attribuita dalla legge, ma la condizione essenziale per la loro giuridica esistenza.

Non si può non annoverare la possibilità che il legislatore ha voluto concedere ai consorzi tra enti di emettere prestiti obbligazionari. La dottrina, a tal uopo, si è posta un quesito: il legislatore ha inteso tutti i tipi di consorzi?

A riguardo la legge annovera due tipi di consorzi: a) consorzi che gestiscono attività che hanno rilevanza economica e imprenditoriale e b) consorzi costituiti per l'esercizio di funzioni pubbliche non avente tale rilevanza. La distinzione tra questi due tipi di consorzi comporta differente applicazione di normativa: il primo è

¹⁸G. Colella, "Nuove forme di finanziamento da parte di enti locali. L'emissione di titoli obbligazionari. Profili normativi ed operativi, in Riv. Amm., giugno 1996, pag. 646 e ss.

sottoposto alla legislazione in materia di aziende speciali, mentre i secondi sono sottoposti alla stessa normativa (di cui all'art. 5 della legge 27 ottobre 1995 n° 437) dettata per gli enti locali (TUEL).

Seppure vi è una diversa norma che regola i consorzi di cui sopra, tuttavia non sembra rilevante ai fini dell'applicazione dell'art. 35 primo comma della legge 724/94, in quanto lo stesso parla di consorzi tra enti territoriali senza fare nessuna distinzione.

Non possiamo non considerare le aziende speciali di cui all'art. 114 del Testo Unico degli Enti Locali (decreto legislativo 267/2000)¹⁹, in quanto sembrerebbe che esse siano escluse per effetto della minuziosa e pedissequa elencazione che il legislatore ha fatto.

Una dottrina ha affermato che tra gli enti emittenti sarebbero da ricomprendersi, nonostante la omessa previsione, in forza del carattere meramente esemplificativo dell'enumerazione, anche le Aziende Speciali²⁰.

Pur volendo trascurare l'argomento dalla tipicità, lo stesso non sembra potersi riconoscere alle Aziende speciali in esame la capacità di emettere i titoli obbligazionari di cui alla legge 724/94.

L'ottavo comma dell'art. 35 legge 724/94 dispone che il rimborso del prestito sia assicurato dal rilascio di delegazioni di pagamento di cui all'art. 3 delle legge 843/78. Questo strumento costituisce una garanzia alla quale possono accedere solo gli Enti Locali, né questi medesimi enti sono, a loro volta, abilitati al suo rilascio in favore di terzi, nella fattispecie le Aziende Speciali, a meno che non intervenga una esplicita previsione legislativa in tal senso.

¹⁹L'art. 114 decreto legislativo 267/2000, recita: 1. "L'azienda speciale è un ente strumentale dell'ente dotato di personalità giuridica, di autonomia imprenditoriale e di proprio statuto, approvato dal consiglio comunale o provinciale. 2. L'istituzione è organismo strumentale dell'ente locale per l'esercizio di servizi sociali, dotato di autonomia gestionale".

Avendo l'azienda speciale autonomia gestionale e personalità giuridica, è tenuta all'iscrizione nel Registro delle Imprese tenuto dalla Camera di Commercio Industria Agricoltura e Artigianato.

²⁰L. Benfatti, "Obbligazioni degli Enti Locali. Un'opportunità tra molti vincoli", in *Il Fisco*, n° 33/1996, pag. 8051 e ss. Di parere opposto: G. Morbitelli, "I soggetti del sistema locale legittimati ad emettere obbligazioni", *AA.VV. Le emissioni obbligazionarie degli enti locali*, Il Sole-24 Ore, Milano, 1996, pag. 28.

Data la sua natura di garanzia pubblicistica, la facoltà ad emettere delegazioni di pagamento non può essere ammessa se non nei casi espressamente previsti dalla legge.

La norma che regola le aziende speciali di cui al D.P.R. 902/86, all'art. 46 attribuisce alle medesime la possibilità di emettere obbligazioni "con garanzia reale sul patrimonio disponibile con fideiussione dell'ente locale...". In altri termini, l'Ente Locale può si garantire le obbligazioni de quo, ma con fideiussione e non con delegazione di pagamento, quindi non con una garanzia di diritto pubblico ma di diritto privato, come tale assoggettata alla disciplina di diritto comune.

Alle Aziende speciali è riconosciuta in via di principio la facoltà di emettere prestiti obbligazionari in virtù di un apposito riconoscimento legislativo (di cui alla. 27 septies, legge 51/82 e art. 45 D.P.R. 902/86) indispensabile trattandosi di un soggetto non contemplato dall'art. 2410 codice civile, ma tale facoltà e la relativa sua attuazione sono soggette alle norme di diritto comune e a quelle del citato regolamento, non anche a quelle contenute nella legge 724/94. Non senza ragione, dunque, appare la mancata inclusione delle Aziende Speciali dal novero degli enti emittenti di cui al primo comma dell'art. 35. tutto ciò concorre a rafforzare la tesi dell'elencazione pedissequa contenuta nel primo comma.

3.4 LE CARATTERISTICHE E I CRITERI DELL'EMISSIONE

Il sistema di collocamento dei titoli può essere di due tipi:

- a "fermo", cioè con un'unica controparte (intermediario finanziario) che acquista tutto il pacchetto dei titoli emessi, permettendo in tal modo una notevole riduzione dei costi di emissione per l'ente;
- con "Offerta Pubblica di Sottoscrizione", meno rapido, ma che consente una maggiore partecipazione e coinvolgimento del cittadino alla crescita economica ed allo sviluppo del territorio loca-

le.

Il legislatore oltre alla individuazione dei potenziali emittenti dei titoli obbligazionari così come sancito dall'art. 35 della L. 724/94, ha disciplinato le condizioni, le caratteristiche e i criteri dell'emissione.

3.4.1 SEGUE: LE CONDIZIONI

Diverse condizioni presidiano l'emissione obbligazionaria: alcune sono di carattere generale (cioè le stesse condizioni che valgono anche per i mutui) e alcune di carattere particolare.

Per quanto attiene le prime, valgono le stesse regole sancite per la contrazione dei mutui. Gli enti territoriali possono emettere prestiti obbligazionari nel rispetto e nei limiti di cui all'art. 119 della carta costituzionale e cioè possono indebitarsi solo per fare investimenti²¹, rispettando comunque il vincolo della capacità di indebitamente che è finalizzato al regolare pagamento delle rate di rimborso. In altri termini, l'Ente Locale può deliberare l'emissione solo se l'importo annuale degli interessi sommato a quello dei mutui precedentemente contratti ed a quello derivante da garanzie fidejussorie prestate, al netto dei contributi statali e regionali in conto interessi, non supera il 25% delle entrate correnti (i primi tre titoli del bilancio) del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene deliberata l'assunzione di nuovi prestiti. Tale limite massimo costituisce molto spesso solamente un limite teorico, in quanto l'investimento è destinato a ripercuotersi nei bilanci futuri dell'ente in

²¹I titoli obbligazionari emessi dagli Enti Territoriali hanno una struttura simile ai titoli emessi dallo Stato (BOT, BPT, CCT), ma rispetto a questi ultimi, hanno una destinazione diversa. I titoli emessi dallo Stato sono principalmente destinati a finanziare il debito pubblico, mentre i titoli emessi dagli Enti territoriali devono (a seguito dell'ultimo comma del nuovo art. 119 della carta costituzionale) avere destinazione specifica: finanziare gli investimenti.

Il vincolo imposto dalla legge mette in condizioni l'ente emittente di dover approvare il progetto esecutivo dell'opera (o i progetti esecutivi delle opere) o, qualora l'investimento sia finalizzato alla realizzazione di opere a rilevanza imprenditoriale dovrà essere approvato il piano economico-finanziario dell'investimento e della relativa gestione (ex art. 46 D. Lgs. 504/92), prima dell'adozione della delibera di emissione.

termini di maggiori spese per interessi e rimborso del capitale. Infatti, il limite reale è strettamente connesso alla misura in cui l'ammontare complessivo delle entrate riesce a finanziare tutte le spese correnti, comprese quelle relative ai nuovi mutui da contrarre²².

E' necessario che, prima di contrarre nuovi investimenti, l'amministratore svolga "Una vera e propria politica finanziaria che, nel breve periodo, si attua attraverso una manovra di bilancio e nel medio periodo, attraverso una programmazione finanziaria"²³ al fine di riattivare gli investimenti nel settore delle opere pubbliche, soprattutto quelle finalizzate a potenziare la rete dei servizi essenziali per la vita economica e sociale del paese.

Nella programmazione finanziaria, il bilancio rappresenta uno strumento necessario per la verifica preventiva della fattibilità dell'investimento, in relazione alle disponibilità finanziarie dell'ente nel periodo preso in considerazione. In particolare, una funzione fondamentale è rappresentata dall'analisi di bilancio che valuta lo stato di salute dell'ente da un punto di vista economico-finanziario²⁴.

Per quanto attiene alle condizioni di carattere particolare, occorre, ai sensi dell'art. 35 della legge 724 del 1994, che gli enti emittenti, anche nel caso in cui partecipino a consorzi o ad unioni di comuni, non si trovino in una situazione di dissesto ovvero in situazioni strutturalmente deficitarie, come definite ai sensi della normativa vigente

²² Per una più ampia disamina, Mauro Bellesia, *Enti Locali Analisi di bilanci*, IPSOA, 1998, pag. 23 e ss.

²³ L. Di Renzo Letizia, "La programmazione annuale della spesa pubblica", Giannini, Napoli, 1988, pag. 6.

²⁴ La programmazione dell'investimento rappresenta per gli amministratori il momento politico più spinoso e sicuramente più difficile. Il primo aspetto riguarda la scelta sociale che molto spesso pone in contrapposizione partiti diversi o gruppi politici diversi. Ma l'esigenza di riattivare gli investimenti viene richiesta con crescente forza anche dai diversi settori economici impegnati a fronteggiare una situazione oggi particolarmente difficile da un punto di vista finanziario. Per quest'ultimo aspetto, l'amministratore è chiamato ad effettuare una scelta molto difficile: assumersi delle responsabilità, nella scelta di un prodotto finanziario alternativo a quello tradizionale. Un'importanza fondamentale in questa fase la assume l'analisi comparativa con gli altri strumenti finanziari. Quindi, un'analisi finanziaria per la definizione dell'investimento e un'analisi costi-benefici possono consentire di avere una serie di informazioni idonee alla scelta dello strumento finanziario da utilizzare. Per una più ampia disamina: G. Brunetti- V.Coda- F. Favorito, "Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d'impresa", ETASLIBRI, 1990

Ai sensi dell'art. 203 del T.U.E.L. l'indebitamento è ammissibile soltanto se è stato approvato il rendiconto dell'esercizio del penultimo anno che precede quello in cui si intende adottare la relativa delibera e se è stato approvato il bilancio di previsione nel quale siano incluse le previsioni circa l'indebitamento stesso.

In merito agli enti dissestati, l'art. 37 della L. 724/94, sancisce che gli Enti territoriali possono procedere all'emissione di prestiti obbligazionari solo se:

a) abbiano registrato un avanzo di amministrazione nei conti consuntivi relativi all'ultimo e al penultimo esercizio precedente quello dell'emissione del prestito;

b) abbiano interamente ripianato gli eventuali disavanzi di gestione dei servizi pubblici gestiti a mezzo di aziende municipalizzate, provincializzate e speciali, nonché gli eventuali disavanzi di consorzi per la quota a carico del singolo ente locale interessato.

3.4.2 SEGUE: LE CARATTERISTICHE

L'Ente Territoriale, grazie alla L. 724/94, viene messo alla pari di una società per azioni, in quanto, può emettere titoli di credito (o titoli obbligazionari)²⁵ di massa (valori mobiliari) per la raccolta di capitale di prestito per finanziare gli investimenti. Si tratta di titoli che si configurano, per la loro caratteristica come veri e propri valori mobiliari, o, secondo la terminologia adoperata in sede comunitaria e recepita nel nostro ordinamento, strumenti finanziari. In vero, tale terminologia non è molto appropriata se si considera che i BOC, BOP E BOR (rispettivamente buoni ordinari del comune, della provincia e della regione) sono simili ai BOT (buoni ordinari del tesoro) solo nella struttura, essendo tipicamente titoli al porta-

²⁵Le obbligazioni sono titoli rappresentativi di un prestito che una persona giuridica ha contratto presso il pubblico risparmio e sono regolati dagli artt. 2410 e seguenti del codice civile. Per una più ampia trattazione: Gian Franco Campobasso, Diritto delle società, UTET, Napoli 1997.

tore (L. 724/94 art. 35 comma 6), ma se ne differenziano significativamente per le caratteristiche finanziarie e per la funzione, fissata dalla legge solo per finanziarie gli investimenti, mentre i BOT sono dei titoli tipicamente per finanziare il debito pubblico. Tale destinazione impone all'ente emittente di approvare, anteriormente all'assunzione della delibera di emissione, il progetto definitivo/esecutivo dell'opera o delle opere che si intendono finanziare, ovvero il piano economico finanziario dell'investimento e della relativa gestione, qualora l'investimento sia finalizzato alla realizzazione di opere a rilevanza imprenditorialità.

Quanto alla tipologia, gli Enti territoriali oltre alla possibilità di emettere titoli obbligazionari standard (a reddito fisso o indicizzato), possono emettere titoli convertibili o cum warrant in azioni di società in possesso degli enti stessi per espressa disposizione legislativa (L. 724/94 art. 35 comma 5). Malgrado la loro affinità, questi ultimi due tipi di obbligazioni, differiscono fra loro in modo sostanziale. Mentre l'esercizio del diritto di opzione della convertibilità del titolo dà la possibilità all'investitore di tramutare il suo status di creditore in quello di azionista, in determinati periodi e a condizioni prestabilite, l'esercizio del diritto di opzione dell'obbligazione cum warrant ha vita del tutto autonoma rispetto al titolo obbligazionario. Le obbligazioni con warrant sono così definite perché ad esse risulta unito (oltre alla cedole degli interessi) un buono, denominato appunto warrant, il quale attribuisce al suo possessore il diritto di acquistare, a condizioni di prezzo prefissate fin dal momento dell'emissione del prestito obbligazionario, un determinato numero di azioni possedute dall'ente emittente le obbligazioni²⁶.

Quale vantaggio può trarre un Ente Locale nell'emettere un prestito obbligazionario convertibile o cum warrant?

Due sono i vantaggi, a nostro avviso, rinvenibili.

Il primo ha carattere del tutto finanziario, in quanto l'ente non si

²⁶Per una più ampia disamina, Antonio Cirillo, Introduzione allo studio della tecnica bancaria e professionale, CEDAM, 1988, da pag. 102 e ss.

troverebbe a sborsare il capitale preso in prestito, perché sarebbe tenuto a pagare solo la cedola degli interessi. L'altro è di natura economico politico, perché potrebbe rappresentare una strada per privatizzare in tutto o in parte le società in suo possesso o dimettendo le azioni in portafoglio. Quindi, l'emissione di titoli convertibili o con warrant consente all'ente emittente di fissare un tasso di interesse certamente più contenuto e lo solleva, almeno in parte, dall'onere di rimborsare tutto il capitale preso a prestito. Inoltre, la dismissione delle azioni rappresenta una strada sicura verso la privatizzazione delle società partecipate o controllate dall'ente.

3.4.3 SEGUE: I CRITERI

Sulla base dei principi ispiratori della normativa, è possibile delineare le linee guida dell'emissione di un titolo obbligazionario, le quali devono essere descritte nella delibera di emissione.

Importo	L'ammontare del prestito non può essere superiore al progetto esecutivo
Prezzo di emissione	Non necessariamente alla pari
Tasso massimo di emissione	Titoli di Stato di pari durata più uno spread dell'1% (se fisso) Parametrato all'Euribor o BOT o Libor più uno spread dell'1% (se variabile)
Durata	Non inferiore a 5 anni
Periodicità delle cedole	Trimestrali, semestrali o annuali
Rimborso	Tramite un apposito piano di ammortamento o Bullet
Trattamento fiscale	Ritenuta del 12,5% a favore dell'Ente Locale (solo per le obbligazioni collocate sul mercato domestico) Contributo allo Stato una tantum dello 0,1% sullo Ammontare del prestito
Garanzie	Delegazione di pagamento
Disponibilità dei fondi	Il ricavato del prestito, non essendo soggetto al regime della tesoreria unica, si ha la possibilità di reinvestirlo in attesa di dare vita all'opera ²⁷ .
Diritti accessori	Diritto di conversione e/o warrant
Quotazione	Su mercati regolamentati

²⁷Vedi nota n° 17 capitolo II.

L'importo del prestito non può assolutamente essere superiore al progetto esecutivo o ai progetti esecutivi. E' consentito, però, emettere un prestito obbligazionario che copra parzialmente l'importo del progetto esecutivo. In questo caso, la delibera di emissione dovrà evidenziare in modo dettagliato le altre fonti di finanziamento (mutuo, avanzo di amministrazione, etc.).

Il prestito obbligazionario può essere emesso anche in valuta estera, il che da un lato permette all'Ente di ricorrere su quei mercati sicuramente più avvezzi del nostro al finanziamento di infrastrutture pubbliche, mentre dall'altro, il ricorso ad altri mercati fa sì che su l'ente emittente incomba un rischio, definito appunto rischio di cambio, imponendo una valutazione con conseguente copertura attraverso un'operazione di swap²⁸.

La scelta del tasso di interesse rappresenta un momento particolare, in quanto pone l'ente emittente di fronte ad un bivio: fisso o variabile. Non c'è dubbio che sia necessario fare una valutazione macro economica ed affidarsi all'analisi degli economisti. Ciò significa che una volta scelta la struttura del tasso, questo resterà tale per tutta la durata del prestito, salvo poi stipulare un Interest rate swap (è un contratto con il quale due parti si accordano per scambiarsi reciprocamente, per un periodo predefinito, pagamenti calcolati sulla base di tassi di interesse differenti e predefiniti su un capitale nozionale) con qualche istituto finanziario specializzato.

Un altro aspetto importante è rappresentato dal rimborso del prestito.

La delibera di emissione deve stabilire il modo con cui l'ente vuole rimborsare il capitale. A dire il vero, la legge non dà ampia discrezionalità all'ente nella scelta del rimborso del capitale, che

²⁸Swap: "Il termine inglese viene usato anche per indicare un nuovo strumento finanziario che consente alle banche di rettificare la loro esposizione in relazione a variazioni del tasso d'interesse o dei tassi cambio, senza alterare le loro attività e passività che stanno alla base di tali operazioni. In uno scambio del genere, che funziona soltanto quando e se è presente una qualche possibilità di arbitraggio tra due piazze, le due parti si scambiano i flussi di pagamento di interessi o di valute estere su due prestiti distinti" (Fernando Picchi, "Dizionario enciclopedico economico e commerciale", Bologna, Zanichelli, 1995). Tale operazione essendo imposta dalla normativa (art. 2 D.M. 420/96), costringe l'ente emittente a dotarsi di un contratto di swap per la copertura del rischio di cambio.

deve essere graduale nel tempo e rigidamente stabilito con un apposito piano di ammortamento. La delibera di emissione, può prevedere il rimborso anticipato del capitale nei limiti dei proventi effettivamente realizzati e rinvenienti dall'alienazione dei cespiti patrimoniali disponibili (comma 9 art. 1 D.M. 420/96)²⁹.

3.5 LE GARANZIE

La prima forma di garanzia su cui i sottoscrittori dei buoni obbligazionari degli enti territoriali possono contare è rappresentata dalla condizione posta dal legislatore: l'ente non deve trovarsi in situazioni di dissesto o in situazioni strutturalmente deficitarie e non presenti un disavanzo di amministrazione nel conto consuntivo del penultimo esercizio.

La ragione che ha spinto il legislatore, a nostro avviso, a porre queste condizioni è stata quella di evitare una eventuale insolvenza di un emittente perché produrrebbe una turbativa sull'intero mercato dei titoli obbligazionari degli enti territoriali.

Un'altra forma di garanzia (oltre quella rappresentata dalla situazione finanziaria dell'Ente rinvenibile da una analisi storica e prospettica dei bilanci) posta a favore dei sottoscrittori prevista dalla normativa è quella della obbligatorietà da parte del tesoriere dell'ente a provvedere al versamento delle somme necessarie al servizio del prestito. Il servizio del debito, infatti, tanto per il paga-

²⁹Con la legge finanziaria del 2002, si è dato la possibilità agli Enti territoriali di rimborsare il capitale alla scadenza in un'unica soluzione. Ciò si è reso necessario, soprattutto per i titoli collocati sui mercati esteri, dove è una pratica molto diffusa tra gli investitori anglosassoni. La legge 28 dicembre 2001, n. 448 art. 41 comma 2, recita: "Gli enti di cui al comma 1 possono emettere titoli obbligazionari e contrarre mutui con rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione o dell'accensione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito. Fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegozzazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni e dell'eventuale retrocessione del gettito dell'imposta sostitutiva di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 1° aprile 1996, n. 239, e successive modificazioni".

mento delle cedole, quanto per il pagamento del capitale, è garantito dal rilascio delle delegazioni di pagamento³⁰.

L'istituto de quo costituisce senz'altro un'altra forma di garanzia a favore dei sottoscrittori, in quanto il tesoriere indipendentemente dalla esistenza di cassa delle somme di denaro di appartenenza dell'ente e provenienti dalle entrate dei primi tre titoli, deve procedere, comunque sia, al pagamento delle predette rate alle scadenze stabilite. Nel caso in cui il tesoriere ritardi il pagamento delle rate di ammortamento, è tenuto al pagamento dell'indennità di mora. Inoltre, non è prevista alcuna accettazione della delega da parte del tesoriere, in quanto l'efficacia del negozio è subordinato unicamente alla notificazione della stessa al tesoriere. Con l'introduzione dell'art. 14 del decreto legislativo 336 del giugno del 1996, il legislatore ha attribuito alla delegazione di pagamento natura di titolo esecutivo. Ciò, dà la possibilità al sottoscrittore di ricorrere, in caso di inadempimento del debitore, direttamente alla procedura di esecuzione forzata per il soddisfacimento del proprio diritto.

La legge pur escludendo qualsiasi forma di garanzia dello Stato, tuttavia grazie agli istituti di garanzia di cui sopra, ha reso il titolo obbligazionario degli enti territoriali un titolo a rischio molto limitato.

Alla stessa conclusione è arrivata anche la agenzia di rating Moody's (agenzia seria e rigida nella valutazione degli enti) nella sua relazione sulla finanza degli enti locali. Infatti, l'agenzia nell'analizzare la finanza dei comuni³¹, ha ammesso che sia la struttura delle entrate (tra le quali l'ICI che garantisce flussi finanziari elevati e certi), sia la natura giuridica della delegazione di pagamento (che impone che il rimborso delle rate di ammortamento abbia la priori-

³⁰La delegazione di pagamento è regolata dagli articoli 1268 e ss. Codice civile. L'istituto nell'accezione di cui al T.U.E.L. (art. 206 d. lgs. 267/2000) presenta delle peculiarità. La prima è costituita dal pagamento che è effettuato su i primi tre titoli delle entrate del bilancio dell'Ente Locale. La seconda, non è prevista l'accettazione da parte del tesoriere. La terza, il tesoriere è comunque obbligato a pagare, per effetto della notifica, indipendentemente dalla disponibilità dell'Ente. Infine, costituisce titolo esecutivo. Per una più ampia disamina, Stefano D'Accò e Roberto Ferracci, "L'ordinamento finanziario e contabile degli Enti Locali", C.E.L., 1998, pag. 178 e ss.

³¹Moody's si veda il report: Italian local government finance, ottobre 1996.

tà rispetto ad altre voci di spesa), sia le modalità di gestione dello stato di dissesto degli enti, riducono drasticamente il rischio default.

3.6 IL RATING

Il più ampio ricorso alle forme di indebitamento ed in particolare alle emissioni obbligazionarie sui mercati internazionali si lega indissolubilmente alla diffusione di una vera e propria cultura del rating, cioè della consapevolezza da parte del soggetto pubblico che fa appello al pubblico risparmio, di sottoporre la propria situazione economico-finanziaria-patrimoniale, nonché strutturale e organizzativa, alla valutazione sintetica a delle agenzie indipendenti, le cosiddette agenzie di rating. Si tratta di società, costituite da un gruppo di analisti finanziari specializzati nel valutare il rischio di credito³², che elaborano professionalmente le informazioni su specifici soggetti e pubblicano valutazioni sintetiche sulla qualità degli strumenti finanziari offerti al pubblico da quegli stessi soggetti. Il processo di valutazione mira a stimare il rischio insito in un'attività finanziaria, tenendo conto delle caratteristiche specifiche del soggetto debitore (rilevabili in primo luogo dai documenti contabili), della situazione strutturale, della situazione patrimoniale, della situazione organizzativa, delle garanzie offerte e di tutte le altre informazioni disponibili. Il giudizio delle società specializzate si traduce, secondo la prassi anglosassone, in codici alfanumerici o simboli (vedi tabella a pag. 65), e che esprimano sinteticamente una stima della capacità di rimborso dell'emittente e della sensibilità della sua situazione economico-finanziaria ai cambiamenti della congiuntura. L'informazione così strutturata è diffusa gratuitamente a tutti gli inve-

³²Gli organismi specializzati nelle valutazioni di affidabilità sintetiche e pubbliche sono le società di credit rating statunitensi (Moody's, Standard & Poors, Fitch, Duff & Phelps) o britanniche (IBCA), molto diffuse all'estero. Dal 1995 è operativa Italrating, l'unica società italiana del collegato settore, promossa da alcuni istituti tra cui il Mediocredito Centrale e alla Duff & Phelps Credit Rating. L'italianissima Italrating, è stata poi acquistata nel 2000 dal colosso Fitch che ha anche divorato l'autorevole IBCA inglese.

stitori interessati e sui giornali specializzati e il relativo costo è a carico dell'ente emittente, che in cambio sfrutta il vantaggio di comunicare al pubblico una corretta informazione dei propri prodotti finanziari. E' di tutta evidenza l'importanza di una simile prassi, che costituisce un correttivo assai efficace alle asimmetrie informative che tipicamente connotano i mercati finanziari, ed uno stimolo altrettanto efficace all'investimento finanziario anche da parte di soggetti più avversi al rischio.

La pubblicazione di una valutazione sintetica elaborata in base a rapporti, informazioni, piani estremamente riservati, determina una più ampia e diffusa informazione esistente sul mercato e riduce corrispondentemente il rischio di insider³³. La necessità di richiedere un rating per qualsiasi emittente, pubblico o privato che sia, si sostanzia nei vantaggi ottenibili attraverso: una riduzione del costo del denaro, vale a dire un tasso di interesse più contenuto, e un ampliamento dei mercati sui quali richiedere fondi.

La riduzione del costo del denaro è motivata dalla maggiore credibilità di soggetti dotati di rating rispetto a quelli che ne sono sprovvisti.

In questa logica, gli investitori considerano meno rischiosi tali debitori e quindi più appetibili anche se con minor ricavo. Il grado di rating che un ente ottiene, consente di influenzare non poco il tasso di interesse: grado di rating nella scala di 19 notch adottata comunemente dalle maggiori agenzie di rating (Moody's e Standard & Poor's) per ciascun livello, comporta un differenziale di costo per l'emittente pari a circa 10 basis points³⁴. Quindi, maggiore sarà il grado del rating che viene attribuito all'emissione, minore sarà il

³³Nel linguaggio borsistico e giuridico, questo termine indica chiunque abbia accesso a informazioni riservate prima che esse vengano diffuse pubblicamente. In origine, si riferiva agli amministratori, funzionari e impiegati chiave di una qualsiasi società, ma successivamente è stato esteso fino ad includere anche i parenti delle persone suddette e chiunque possa trarre un vantaggio dalla conoscenza di informazioni privilegiate, come ad esempio i membri di una società d'intermediazione finanziaria. La legge statunitense e quella britannica severamente proibiscono a tali persone di operare in borsa sulla scorta delle informazioni di cui sono a conoscenza (F. Picchi, op. cit., pag. 557).

³⁴Un basis point è pari allo 0,01%, pertanto 10 basis points che costituiscono in media 1 notch rappresentano un differenziale di circa lo 0,1% (F. Boccia, op. cit. pag. 66 nota 2).

costo del denaro.

La maggiore credibilità che l'ente ha ottenuto grazie ad un buon rating, consente di diversificare le fonti di finanziamento attraverso l'ampliamento dei mercati sui quali potenzialmente richiedere fondi.

Si tenga presente che non esiste nessun rapporto fiduciario tra l'agenzia che ha emesso il rating e l'ente che l'ha richiesto. Al fine di ottenere un rapporto di rischio adeguato, gli enti emittenti dovranno strutturare i finanziamenti in relazione ai criteri di valutazione delle agenzie di rating in modo da ottenere un voto in linea con le aspettative legate all'operazione da finanziare.

Per gli investitori, il rating non rappresenta una raccomandazione all'acquisto (anche perché altri sono i fattori che possono incidere, quali: il prezzo di mercato, la propensione al rischio del singolo investitore, etc.), ma un consiglio per la vendita o il mantenimento in portafoglio dei titoli. Il rating, infatti, svolge unicamente la funzione di valutazione del rischio di credito che rappresenta solo uno degli elementi dell'intero processo di decisione dell'investimento³⁵.

³⁵ Un particolare tipo di debito finanziario sottoposto a rating è l'EMTN, Euro Medium Term Note. L'Ente in questo caso ha la possibilità di stabilire le caratteristiche di un intero programma di finanziamento, quali, ad esempio, la scadenza, il tasso (fisso o variabile), la valuta di denominazione, il piano di ammortamento. Un programma di emissioni secondo lo standard EMTN garantisce all'emittente molteplici vantaggi. Infatti, oltre ad assicurare sia una maggiore flessibilità che una riduzione dei costi di raccolta nel lungo periodo, un programma EMTN consente all'ente: a) una gestione efficiente della documentazione a supporto di emissioni sia private che pubbliche; b) la possibilità di emettere il debito in forma di Eurobond o International bond, utilizzando la stessa base di documentazione; c) una riduzione dei tempi e degli oneri amministrativi; d) la possibilità di effettuare emissioni di piccolo taglio; e) l'accesso ad una base di investitori più ampia e diversificata; f) il marketing continuo del nome dell'Emittente da parte del gruppo di dealers.

Tipologia di rating delle due maggiori agenzie

Scadenza	Tipologia	Rating		Interpretazione in base alla capacità di rimborso	Sensibilità alla congiuntura
		Moody's	S&P		
Breve termine	Grado investimento	P - 1 P - 2 P - 3	A - 1 + A - 1 A - 2 A - 3	Forte Forte Forte Accettabile	Nulla o debole Nulla o debole Media Elevata
	Grado Speculativo	NP (not prime)	B C D	Variabile Variabile Variabile	Molto elevata Molto elevata Molto elevata
Lungo termine	Grado investimento	Aaa Aa1 Aa2 Aa3	AAA AA+ AA AA-	Molto forte Forte Forte Forte	Nulla Debole Debole Debole
		A1 A2 A3	A+ A A-	Forte Forte Forte	Media Media Media
		Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	Accettabile Accettabile Accettabile	Elevata Elevata Elevata
	Grado Speculativo	Ba1 Ba2 Ba3 B1 B2 B3	BB+ BB BB- B+ B B-	Variabile Variabile Variabile Variabile Variabile Variabile	Molto elevata Molto elevata Molto elevata Molto elevata Molto elevata Molto elevata
	Caa	CCC+ CCC CCC-	Dipende da un'eventuale evoluzione favorevole della congiuntura		
	Ca c	CC C D	Nulla: insolvenza imminente o già accertata		

3.7 LA NORMATIVA FISCALE

Di particolare importanza risulta essere l'aspetto fiscale cui sono sottoposti i titoli obbligazionari degli enti territoriali. A tal riguardo, però, è utile fare subito una precisazione: gli interessi che maturano sul titolo obbligazionario collocato sui mercati internazionali non sono soggetti a nessun prelievo fiscale da parte della legislazione nazionale, a meno che i titoli non siano posseduti da residenti nel territorio italiano.

Per le emissioni di titoli collocati sul mercato domestico (mercato italiano), invece, si applica l'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 239/96. La norma stabilisce che sui proventi (interessi) dei titoli obbligazionari si applica una ritenuta alla fonte pari al 12,50%, che per le persone fisiche è a titolo di imposta, mentre per le persone giuridiche è a titolo di acconto. La stessa norma dispone che il ministro delle Finanze, di concerto con il ministro del Tesoro e dell'Interno, regoli, con apposito decreto:

- a) le modalità per l'applicazione e il versamento dell'imposta;
- b) le modalità per il riversamento agli enti emittenti del gettito del tributo.

Il decreto non è mai stato emanato, con la duplice conseguenza che gli intermediari finanziari, pur avendo eseguito la trattenuta fiscale, non l'hanno mai versata, e che gli enti territoriali, cui è destinato il gettito del tributo, non hanno mai incamerato il provento, indispensabile a sostenere le spese finanziarie con l'emissione dei titoli.

Solo grazie alla finanziaria del 2001 agli enti territoriali è stato riconosciuto il diritto di incassare, anche se solo per il 50 per cento, la ritenuta fiscale operata sugli interessi.

L'articolo 27 della legge 338 del 23 dicembre 2000, collegato alla legge finanziaria del 2001, colma la carenza normativa, disponendo quanto segue:

- a) l'imposta trattenuta sugli interessi dei titoli obbligazionari è versata allo Stato;
- b) la metà del gettito, calcolato sull'ammontare complessivo de-

gli interessi passivi risultanti dal piano di ammortamento dell'emissione obbligazionaria, spetta agli enti emittenti, ai quali sarà trasferita, in un'unica soluzione, previo decreto del m ministero del Tesoro;

c) le banche, le SIM, le società fiduciarie, i promotori e gli altri intermediari finanziari riversano le trattenute effettuate, maggiorate degli interessi legali maturati fra la data della ritenuta e quella entrata in vigore del "collegato alla finanziaria 2001", entro 15 giorni successivi.

E', infine, previsto che allo Stato sia dovuta, quale contributo alle spese relative agli atti autorizzativi, una percentuale una tantum dello 0,1% calcolato sul valore del prestito obbligazionario (art. 13 D.M. 420/96).

4. IL LEASING

Il leasing è un'altra forma di finanziamento degli investimenti che trova la sua fonte normativa nei decreti legislativi 358 del 1992 e 402 del 1998 ed è espressamente menzionato dal comma 3 dell'art. 1 D.P.R. n. 573/1994 e dalla lett. b) dell'art. 7 D. Lgs. n. 158/1995.

Lo strumento di finanziamento è nato per soddisfare una specifica esigenza delle aziende: quella di disporre dei beni strumentali senza essere costrette ad immobilizzare ingenti capitali per l'acquisto.

Il leasing nelle pubbliche amministrazioni, secondo la Corte dei Conti, ha un impatto notevole per una molteplicità di ragioni, quali:

- la contrazione degli adempimenti burocratici, in quanto la stipula di un contratto di *leasing* esige minori formalità e tempi più brevi di quelli necessari a perfezionare un contratto di appalto;
- il minor costo, connesso al più breve periodo di esecuzione e alla più puntuale quantificazione preventiva dell'onere, che evita le spese delle c.d. "perizie suppletive";
- la semplificazione della contabilità da tenersi dall'ente pubblico,

anche se questo resta pur sempre vincolato, oltre che alla disciplina civilistica, al regime dettato dalla normativa sulla contabilità pubblica;

- lo snellimento della gestione dell'ente, con riduzione delle immobilizzazioni tecniche ed economiche, la pianificazione delle uscite monetarie e la limitazione dell'impiego di personale;
- la relativa spesa non concorre al raggiungimento dei limiti quantitativi imposti agli enti locali territoriali per il ricorso all'indebitamento fino a quando il *leasing* è considerato un operazione di cassa corrente.

Anche la pubblica amministrazione, nell'esercizio della propria autonomia negoziale, può concludere, con il limite di cui al comma 2 dell'art. 1322 c. c., contratti che, come la locazione finanziaria, non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare.

Sotto il profilo della meritevolezza dell'interesse perseguito, va sottolineato che compito istituzionale della pubblica amministrazione è la cura e la realizzazione degli interessi pubblici ad essa affidati.

Il criterio dell'economicità, cui deve comunque ispirarsi la gestione di un ente pubblico, va adeguatamente ponderato in relazione agli interessi primari perseguiti.

La locazione finanziaria, quale strumento che soddisfa, sotto il profilo economico, principalmente esigenze di finanziamento al di fuori dei normali canali di credito, favorendo altresì la tempestività degli interventi, ben può rispondere alle esigenze proprie del settore pubblico.

E' stato rilevato che essa può presentarsi come strumento in concreto più idoneo, anche se eventualmente più oneroso rispetto ad altri contratti astrattamente possibili, in relazione alle specifiche esigenze dell'ente pubblico per il perseguimento degli interessi a cui è preposto, come, ad esempio, può accadere quando manchino possibilità immediate di un diverso finanziamento e per tale ragione l'interesse pubblico rischi di essere inammissibilmente ed ingiustificatamente sacrificato.

Il leasing pubblico è uno strumento negoziale che l'ente territo-

riale può utilizzare per finanziare sia la realizzazione di opere pubbliche (parcheggi, ospedali, scuole ecc.) e sia l'acquisto di beni strumentali (mobili, macchine per ufficio, veicoli ed autoveicoli per la prestazione di servizi pubblici quali il trasporto dei rifiuti urbani, il trasporto scolastico e via dicendo).

Questo tipo di contratto consente, attraverso il pagamento di un canone periodico (comprensivo di una quota di rimborso del capitale e di una quota di pagamento per gli interessi), la disponibilità di un bene e l'esercizio, al termine del contratto, di un'opzione di riscatto del bene stesso per una cifra pattuita inferiore al valore di mercato del bene.

Nel contratto di leasing finanziario³⁶ entrano in gioco tre parti:

- l'utilizzatore, cioè colui che sceglie ed utilizza il bene che può essere riscattato al termine del contratto;
- il concedente, vale a dire la società di leasing che acquista materialmente il bene scelto dall'utilizzatore, conservandone la pro-

³⁶ Il leasing è diffusamente affermato presso gli operatori economici, pur in assenza di una disciplina organica. Numerosi sono stati, soprattutto negli ultimi anni, gli interventi legislativi e normativi di varia natura che hanno contribuito a chiarire numerose perplessità che ne rallentavano la crescita.

Questi provvedimenti, al di fuori di un disegno organico, hanno regolamentato però sempre e solo alcuni aspetti d'interesse generale o di natura antielusiva d'imposta o di competenza.

Dall'interpretazione di tali provvedimenti sono nate le prime contestazioni ed il ricorso alle varie sedi giurisdizionali. Le prime sentenze della Cassazione, hanno determinato limiti, più meno prudenziali, adottati dalle diverse società di leasing nel loro modo di operare entro un margine di sicurezza, sia pure limitato dall'evoluzione della dottrina giuridica. Tipico di quest'evoluzione è il travagliato iter giurisdizionale del lease-back sul quale ha posto la parola fine la Suprema Corte, con sentenza n. 4612 del 7 maggio 1998, riconoscendo la liceità del lease-back sia dal punto di vista civilistico che fiscale.

Anche la Corte dei Conti è intervenuta in merito e lo ha fatto con la sua consueta relazione annuale al Parlamento. Nella Relazione al Parlamento per l'anno 1985 relativa all'esercizio finanziario 1984, la Corte dei Conti ha svolto una prima disamina delle problematiche del leasing pubblico, soffermandosi sul problema della legittimazione soggettiva degli enti locali a stipulare contratti di locazione finanziaria.

Nella citata Relazione, venivano riscontrati dei problemi sia di carattere economico-amministrativo (conciliabilità della natura finanziaria del contratto di leasing con il rispetto del procedimento dell'evidenza pubblica), sia di carattere giuridico-contabile (qualificazione della spesa, come "corrente" o di "investimento", sia per quanto riguarda i canoni che per quanto riguarda l'opzione finale di acquisto).

Successivamente, nella "Relazione sui risultati dell'esame della gestione finanziaria e dell'attività degli enti locali per l'esercizio finanziario del 1986", la Sezione "enti locali" della Corte dei conti dimostra di aver superato del tutto le cennate perplessità in merito alla legittimità del ricorso al leasing da parte degli enti pubblici, affrontando direttamente gli aspetti positivi e negativi del contratto.

Viene tuttavia ribadito che la scelta di un simile strumento da parte degli enti locali "non è libera, ma deve essere economicamente giustificata", in quanto la locazione finanziaria, qualora non si possa ricorrere ai mutui concessi dalla Cassa Depositi e Prestiti, è una valida alternativa alle operazioni di mutuo da stipularsi con gli istituti di credito privati. Per una più ampia disamina: V. CAIANIELLO, Leasing pubblico, in Enciclopedia del diritto, agg. 1998, 490 e G. MORBIDELLI, Realizzazione di opere pubbliche tramite contratti di leasing finanziario: profili procedurali, in Riv. Trim. Appalti, 1988, 25 ss.

prietà fino all'eventuale riscatto da parte dell'utilizzatore;

- il fornitore, cioè colui che vende il bene scelto dall'utilizzatore alla società di leasing.

La peculiarità di questo tipo di finanziamento è data dal fatto che la fonte di finanziamento viene iscritta tra le spese correnti e non di investimento, il che significa che pone l'amministratore ad attuare una politica finanziaria al quanto atipica.

In un'analisi comparativa con gli altri prodotti finanziari, dunque, l'amministratore oculato nella scelta non dovrà semplicemente lasciarsi influenzare dallo strumento meno oneroso, ma è opportuno che contemperi il criterio dell'economicità con il fine pubblico rappresentato dalla maggiore celerità nella soddisfazione dei bisogni della collettività.

Proprio per questa sua atipicità che deriva dal non menzione esplicita dello strumento di leasing finanziario³⁷ si registrano limiti e vantaggi.

Tra i limiti del leasing vanno considerati:

- l'elevato costo per la parte relativa agli interessi, più alti rispetto a quella dei mutui ordinari
- la mancanza di qualsiasi concorso statale, essendo il canone di leasing una spesa corrente e non d'investimento.

I vantaggi principali, invece, sono rappresentati:

- dall'utilizzazione del bene senza dover anticipare tutta la somma necessaria per l'acquisto, il che consente anche di coprire parte dei costi di rimborso dei canoni di leasing, qualora dal bene utilizzato derivino degli utili;
- dalla durata del finanziamento, generalmente più breve (3\5 anni per i beni mobili, 8\9 anni per i beni immobili) rispetto a quella delle classiche forme di finanziamento;

³⁷ Oltre al leasing finanziario ci sono altri due forme di leasing: a) operativo che è assimilabile ad un contratto di noleggio o locazione di tipo tradizionale. Esso ha per oggetto generalmente beni di tipo tradizionale ed ha durata generalmente breve e non correlata alla vita tecnico-economica del bene ceduto; b) sale and lease-back è un tipo di negozio con il quale l'ente vende propri beni (mobili o immobili) ad una società di leasing che ne paga il prezzo. Nel contempo, quest'ultima stipula con l'ente un contratto di leasing avente ad oggetto gli stessi beni. Questi restano perciò nella disponibilità dell'ente, che pagherà i canoni di leasing e potrà riacquistarli alla scadenza esercitando le relative opzioni.

- dalla velocità della procedura di acquisizione, con la quale si provvede contemporaneamente sia all'acquisto del bene che al suo finanziamento.

In termini di redditività il leasing può rivelarsi un'operazione finanziaria non conveniente se la si analizza solo basandosi sul criterio dell'economicità. Infatti i tassi³⁸ medi applicati a tali tipi di operazioni sono più alti rispetto a quelli previsti per le altre forme di finanziamento come i mutui con la Cassa dd. e pp. o con altri istituti bancari.

Tuttavia per certi tipi di investimento che richiedono procedure complesse di affidamento (si pensi ad esempio alla realizzazione di una nuova struttura immobiliare ed alla acquisizione dei relativi impianti, attrezzature tecnologiche ed arredi) il leasing consente di demandare alla società concedente tutte le problematiche dell'operazione di finanziamento e di ridurre notevolmente i tempi legati alle procedure, in quanto sarà la stessa società a dover offrire le condizioni progettuali, tecnologiche ed economico-finanziarie migliori, evitandosi in tal modo l'allungamento dei tempi legati all'espletamento delle varie procedure di gara per ciascuna delle operazioni necessarie alla realizzazione dell'opera (definizione dei progetti, scelta dei fornitori, definizione dei contratti di assistenza, di assicurazione e di manutenzione).

Poiché il costo per il pagamento del canone di leasing rientra nella spesa corrente, comporta che lo stesso ha un impatto diverso sugli equilibri di bilancio rispetto alle altre forme di indebitamento.

In primo luogo si rileva che il costo maggiore e la durata minore dell'ammortamento determinano una rata complessiva più onerosa rispetto a quella di un mutuo ordinario e quindi per garantire l'equilibrio finanziario ed economico del bilancio occorrerà accertare risorse aggiuntive.

³⁸ Generalmente la prassi italiana applica per la determinazione della quota di ammortamento di un canone di leasing il sistema di ammortamento a rata costante, con quota capitale crescente e quota interessi decrescente. In questo caso il costo dell'operazione di leasing è definito Tasso d'interesse implicito (fisso).

Il contratto di leasing inoltre influisce anche sul patto di stabilità interno, che, come abbiamo visto nel primo capitolo, è lo strumento di controllo della spesa delle amministrazioni locali introdotto dall'Unione Europea per ridurre il disavanzo pubblico dei paesi membri. Infatti secondo questo sistema il disavanzo è dato dalla differenza tra le entrate finali effettivamente riscosse al netto dei trasferimenti erariali e dei proventi delle dismissioni di beni immobili e le uscite correnti al netto degli interessi. Proprio perché il canone di leasing è costituito in parte anche da una quota interessi, nel calcolo si viene a conteggiare una voce che diversamente non sarebbe rilevata.

Il ricorso al leasing invece può risultare utile per finanziare investimenti qualora l'ammontare degli interessi passivi fosse già sufficientemente alto e quindi la limitata capacità di indebitamento dell'ente impedirebbe la contrazione di ulteriori mutui.

La ragione è di facile deduzione ove si consideri che il canone di leasing, in quanto spesa corrente, non rileva sui dati che determinano la capacità di indebitamento di un ente locale.

Per la stessa ragione il canone di leasing non rientra tra gli oneri che contribuiscono alla definizione del parametro di deficitarietà di cui alla lettera h) del D.M. 277/99, secondo cui l'importo complessivo degli interessi passivi sui mutui non deve essere superiore al 13%, 12% e 8% delle entrate correnti rispettivamente per le province, i comuni e le comunità montane.

CAPITOLO III

IL PROJECT FINANCING

1. CHE COS'E' IL PROJECT FINANCING

Prima di tutto bisogna partire dal concetto di “progetto”. Con questo termine si definisce in genere l'insieme di attività volte a raggiungere un obiettivo discontinuo e non ricorrente, attraverso il coordinamento di attività specialistiche ed il loro controllo durante l'intero periodo della sua esecuzione, in modo da realizzarla secondo condizioni prestabilite.

Ogni progetto, quindi, contiene una sua tipologia e caratteristica che lo distingue da altri e richiede, per la sua attuazione, l'adozione di tecniche di gestione e di finanziamento studiate in funzione delle sue peculiarità.

La caratteristica del project financing¹ consiste, quindi, nella capacità di saldare in modo inscindibile la fase di realizzazione con quella di gestione e valutare, nei diversi aspetti finanziari, l'intera

¹Il dizionario enciclopedico economico commerciale definisce il project financing: “Un mutuo, di solito concesso da istituzioni multinazionali, finalizzato alla realizzazione di un determinato progetto, come ad esempio la costruzione di un'autostrada o altro tipo di infrastruttura, e pertanto non utilizzabile per scopi differenziati” Picchi F, *Il nuovo economics & business*, Zanichelli, Milano, 1995. Tale tipo di definizione certamente non esaurisce il concetto di PF. Secondo il De Sury, il PF non è solo uno strumento di finanziamento o una tecnica, dato che si tratta piuttosto di un “approccio” al finanziamento degli investimenti che si avvale di tecniche e di strumenti finanziari, di per sé normalmente già diffusi e consolidati. Nella terminologia anglosassone le operazioni di PF vengono ricomprese nella sfera della “structured finance”. Nella terminologia italiana, è frequente l'associazione del PF al concetto, invero abbastanza generico, di “ingegneria finanziaria”. Caratteristiche del PF sono infatti la struttura giuridica, una complessa rete di diritti ed obbligazioni che coinvolge i diversi attori in gioco, e lo sforzo di analisi rigorosa e elaborazione creativa che costituisce l'ossatura dal cui esito dipende la possibilità di successo dell'operazione (De Sury P., *Il project finance- Principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche*, EGA, Milano, 1995, pag. 2 e ss.). Quindi il PF può essere definito come quel particolare sistema di strumenti finanziari e contrattuali che, facendo leva sul totale o prevalente autofinanziamento dell'opera da realizzare e gestire, consente di minimizzare l'intervento finanziario pubblico, garantendo al contempo una elevata efficienza di progetto, grazie a forme innovative di coinvolgimento di soggetti privati.

vita del progetto.

In una operazione di PF si devono estendere i calcoli economici di prefattibilità non ai due o tre anni di vita del cantiere, ma ai venti, trent'anni di operatività dell'opera. La massimizzazione dei profitti, quindi, si trasforma da obiettivo di breve termine ad obiettivo di medio-lungo termine, con la conseguenza di creare un più forte legame tra le esigenze di progettazione e di realizzazione e quelle operativo-gestionale.

In altri termini, con l'espressione PF, viene indicata quella tecnica utilizzata per le operazioni di finanziamento di una specifica unità economica, appositamente creata per la realizzazione di un progetto, nelle quali il finanziatore fa affidamento sui flussi di reddito generati dall'unità stessa quale sorgente dei fondi per il rimborso del prestito e sul suo patrimonio quale garanzia collaterale.

Il PF è uno strumento innovativo che si basa su presupposti diversi dalla forma tradizionale di finanziamento di un progetto. Esso, infatti, consente di strutturare il finanziamento di un progetto anche se il suo promotore non dispone di sufficiente supporto al credito o capacità di indebitamento.

Con il PF si supera così anche quella scarsa qualità progettuale che da sempre ha rappresentato il punto debole del settore delle opere pubbliche e che, determinando incertezze nei tempi e nei costi di realizzazione delle opere, ha fatto spesso dubitare della loro stessa utilità.

Grazie al PF la pubblica amministrazione perderà quella funzione di controllore nella fase di verifica tecnica e di realizzazione dell'opera, che assorbe gran parte dell'attività. La funzione dell'ente pubblico si sposterà nelle fasi di indirizzo ed in quelle di verifica delle prospettive finanziarie dei rientri. In altri termini, non si guarderà

più al “mattoncino”, ma al *cash-flow*². Inoltre, il PF permette di garantire una corresponsabilizzazione tra i soggetti partecipanti in relazione ai rischi e ai conseguenti oneri che ogni partner dovrà affrontare.

Il PF è, secondo una definizione a nostro avviso più eloquente³, un'operazione innovativa di finanziamento, caratterizzata da alcuni aspetti rilevanti:

- a) l'iniziativa economica di investimento viene realizzata dai promotori attraverso la costituzione di una apposita società di progetto, che permetta la separazione economica, finanziaria e giuridica del progetto (principio del *ring fence*)⁴;
- b) l'opera finanziaria viene valutata da banche e azionisti principalmente per le sue future capacità di generare ricavi;
- c) i flussi di cassa (*cash-flow*) connessi alla gestione costituiscono la fonte principale per il servizio del debito e per la remunerazione del capitale di rischio;
- d) le garanzie principali sono prevalentemente di natura contrattuale piuttosto che di natura reale.

Con il project finance⁵ si inverte lo schema logico classico relativo alle modalità di concessione del prestito. “La capacità di aggregare risorse intorno alla realizzazione e allo sfruttamento dell'iniziativa-

²Crediop, Il project financing e il finanziamento delle opere pubbliche, Bancaria editrice, Roma, 1995, pag. 15. Nella relazione di accompagnamento alla proposta di legge di iniziativa parlamentare la n° 1411 presentata alla Camera dei Deputati il 4 giugno 1996, si spiega la opportunità dell'adozione del PF. Si legge tra l'altro: Le disposizioni intendono dare rilevanza, anche sotto l'aspetto normativo, all'ingresso dei privati finanziatori nel settore dei lavori pubblici per il quale, la sempre maggiore carenza dei fondi rende indispensabile l'afflusso di nuovo capitale soprattutto a vantaggio degli enti locali e delle regioni che traggono la gran parte delle loro dotazioni finanziarie dai trasferimenti a valere sul bilancio statale... Con questa indicazione si dà risposta non solo alle aspettative imprenditoriali, ma si introduce nel mercato un vero e proprio responsabile della realizzazione di interventi mirati ad un determinato risultato operativo. Si realizza così, da un lato, un alleggerimento dell'onere per le pubbliche amministrazioni, dall'altro, una presenza più qualificata nel settore delle opere pubbliche.

³Imperatori G., Project financing: vantaggi, problemi, fattibilità, Il Sole 24 Ore libri, Milano, 1995.

⁴Nella linguaggio fiscale britannico, è la barriera eretta dall'Oil Taxation Act allo scopo di proteggere il gettito dell'imposta sugli utili petroliferi. Questa barriera impedisce alle società di portare in detrazione dei profitti realizzati. Picchi, *op. cit.*, pag. 1048. Con il principio del ring fence, si ha la separazione economica e giuridica del progetto da tutte le altre iniziative dei promotori, grazie alla costituzione ad hoc di una società di progetto (SPV, Special Purpose Vehicle) che abbia come oggetto sociale esclusivo la realizzazione e gestione dell'iniziativa.

⁵Una corrente di pensiero che fa capo all'Università Bocconi preferisce chiamare l'istituto “project finance” che secondo Picchi significa “finanza per lo sviluppo di un progetto”.

tiva trova, dunque, giustificazione nel progetto in sé e nella sua capacità di remunerare, con ragionevole attendibilità, gli investimenti effettuati. Il progetto deve, pertanto, risultare chiaramente identificabile tanto dal punto di vista giuridico quanto da quello economico e tecnico”⁶.

2. IL QUADRO NORMATIVO

La legislazione in materia di appalti è stata caratterizzata per lungo tempo da una giungla di norme che si intrecciavano e si richiamavano vicendevolmente.

Tra gli atti normativi, che rappresentavano la base per avviare nuove forme di collaborazione tra pubblico e privato nella realizzazione di un’opera pubblica prima dell’entrata in vigore della legge 415\98 (cosiddetta Merloni ter), si annoverano:

a) la legge 142\90 (la legge di principi sull’ordinamento delle autonomie locali oggi racchiusa nel Testo Unico degli Enti Locali D. Lgs. 267\2000), che all’art. 22 ha imposto la riforma dell’ordinamento dei servizi pubblici locali, prevedendo, in particolare, il ricorso a diverse distinte modalità di gestione: in economia, in concessione, a mezzo di aziende speciali, a mezzo di istituzione senza rilevanza imprenditoriale di società per azioni a maggioranza pubblica locale;

b) il D.P.R. n° 406\91 che, nel dare attuazione alla direttiva CEE la n° 89\440 in materia di aggiudicazione di appalti di lavori pubblici, all’art. 4, comma 2, ha anche disciplinato la figura del contratto di concessione di lavori pubblici, in base al quale il corrispettivo a favore dell’impresa o ente concessionario che realizza l’opera può consistere nel diritto di gestire l’opera stessa;

c) la legge 175\91 di riforma del credito fondiario, edilizio ed alle opere pubbliche, che aveva reso possibile la concessione anche a soggetti privati, di finanziamento per la realizzazione di

⁶Amatucci F, “Il project finance nelle aziende pubbliche”, Egea, Milano, 2002, pag. 105.

opere pubbliche o di impianti di pubblica utilità, a condizione che l'interesse pubblico dell'opera fosse accertato da una legge o da un provvedimento amministrativo, legge questa successivamente abrogata dall'art.161 del D. Lgs. 385\93, Testo Unico in materia bancaria e creditizia, che ha recepito tutto il corpo delle norme sul credito fondiario;

d) l'art. 46 del D. Lgs. 504\92, in attuazione alla delega di cui all'art. 4 delle legge 421\92, che limita la possibilità per gli enti locali, i loro consorzi e le municipalizzate di assumere mutui per il finanziamento di opere pubbliche soltanto sulla base di progetti chiavi in mano ed a prezzo chiuso, nonché in presenza di un piano finanziario che deve assicurare l'equilibrio economico-finanziario dell'investimento e della connessa gestione. Il 4 comma dispone che le tariffe debbano essere determinate in modo da assicurare l'integrale copertura dei costi, l'equilibrato rapporto tra finanziamento raccolti ed il capitale investito e tenuto conto dei costi di gestione, degli investimenti e della qualità del servizio. Infine al 5 comma, per le entrate derivante da tariffe e prezzi amministrati, gli enti interessati approvano le tariffe dei servizi pubblici in maniera da assicurare l'equilibrio economico-finanziario dell'investimento e della connessa gestione;

e) l'art. 12 della legge 498\92, che consente agli enti locali per l'esercizio di servizi pubblici e per la realizzazione di infrastrutture ed altre opere di interesse pubblico, di costituire apposite società per azioni senza il vincolo della proprietà maggioritaria prevista dalla legge e inoltre che fino al secondo esercizio successivo a quello di entrata in funzione dell'opera, l'ente locale potrà rilasciare garanzia fidejussoria agli istituti mutuanti in misura non superiore alla propria quota di partecipazione;

f) l'art. 10 della legge 24 dicembre 1993, n° 537 di accompagnamento alla finanziaria del 1994, il quale prevede che le tariffe dei lavori di pubblica utilità vengano fissate o aggiornate, qualora le condizioni di mercato lo richiedono, in base a parametri di riferimento idonei a determinare le modalità di recupero dei costi, con criteri di efficienza.

Con l'introduzione della legge 11 febbraio 1994, n° 109 (cosiddetta legge quadro in materia di lavori pubblici), il legislatore ha cercato di mettere un po' d'ordine nella complessa materia dei lavori pubblici. Numerose norme che la precedevano, infatti, sono state coordinate dalla nuova legge.

Appare evidente come il legislatore fino al 1994 abbia fatto molti sforzi per rimuovere alcuni dei principali ostacoli alla partecipazione del capitale privato nella realizzazione e gestione delle opere pubbliche.

In alcuni articoli della legge 109\94, già vi è un coinvolgimento dei privati attraverso l'affidamento a professionisti esterni⁷ per la redazione del progetto preliminare, definitivo ed esecutivo dell'opera. Inoltre con il combinato disposto del D. Lgs. 406\91 e la L. 109\94, si è riconosciuto la diretta applicazione delle norme di diritto comune per la parte relativa alla concessione di costruzione e gestione in quanto struttura contrattuale. Ciò ha consentito, tra l'altro, la risoluzione di contratto per inadempimento del concedente, per eccessiva onerosità e per impossibilità sopravvenuta.

Con una proposta di legge di iniziativa parlamentare, presentata alla Camera dei Deputati il 4 giugno 1996, inizia l'iter legislativo, che si è concluso il 18 novembre 1998 in legge dello stato n° 415, che modifica e integra la legge quadro di settore, la numero 109\94, meglio nota come legge Merloni. E' la seconda correzione organica alla legge quadro dopo quella intervenuta nel 1995, con il decreto legge 101, convertito dalla legge 216\95. Allora si parlò di legge Merloni bis.

Con la legge 415\98, battezzata come Merloni ter, oltre a modificare l'intelaiatura della legge quadro, introduce nel nostro ordinamento il Project Financing o Finanza di progetto.

⁷Il vecchio art. 17 della legge 11 febbraio 1994, n° 109 dava la possibilità agli enti pubblici che si trovassero in carenza di personale tecnico, di affidare a professionisti esterni (liberi professionisti, singoli, associati o raggruppati temporaneamente, società di ingegneria) la redazione del progetto di un'opera pubblica.

Per la prima volta⁸ si parla di finanza di progetto grazie all'introduzione degli articoli da 37 bis a 37 nonies.

La Merloni ter, sulla base di esperienze di altri paesi, ha ritenuto opportuno riconoscere al privato investitore un potere di iniziativa nella realizzazione delle opere pubbliche, ponendo però un limite: l'opera che si intende realizzare deve essere prevista dalla pubblica amministrazione nell'ambito del programma triennale delle opere pubbliche.

L'art. 37 bis, infatti, prevede che entro il 30 giugno di ogni anno i soggetti promotori possono presentare alle amministrazioni aggiudicatrici proposte relative alla realizzazione di lavori pubblici o di lavori di pubblica utilità, inseriti nella programmazione triennale o negli strumenti di programmazione formalmente approvati dall'amministrazione aggiudicatrici sulla base della normativa vigente. L'Ente Locale, quindi, che intende realizzare un'opera con il ricorso al PF, dovrà inserirla nel programma triennale delle opere pubbliche da approvarsi entro il 30 settembre.

La necessità di utilizzare tecniche di finanziamento di infrastrutture pubbliche con capitale privato appare sempre più evidente: negli ultimi tre DPEF (documento di programmazione economico e finanziario) si fa costantemente riferimento al coinvolgimento di capitale privato come strumento indispensabile al fine di migliorare la qualità progettuale delle opere, garantire una maggiore concorrenzialità dei servizi offerti e una maggiore efficienza della loro gestione.

I DPEF, quindi, che si stanno succedendo dal 1998 in poi sem-

⁸Il PF è comunque un modello che non si può definire nuovo. "Forme di concorso finanziario dei privati nella realizzazione delle opere pubbliche o anche d'interesse pubblico (si pensi alla creazione di strade ferrate o alle bonifiche) sono presenti nell'esperienza storica italiana e, quindi, nel nostro ordinamento da oltre un secolo. Oltre alle ferrovie, acquedotti, impianti per il gas e l'elettricità sono stati realizzati da privati mediante concessioni amministrative il cui nocciolo finanziario era da un lato l'erogazione di contributi o sovvenzioni pubblici e dall'altro la riscossione di tariffe e canoni. Nei primi anni trenta del secolo scorso la disciplina giuridica delle concessioni ha conosciuto alterne vicende, riflesso del dibattito sul ricorso ad esse nella politica delle opere pubbliche", Con la legge 24 giugno 1929, n° 1137, cosiddetta legge Petrocchi (ne fu l'ispiratore e padre tecnico della legge), si introduce l'istituto della concessione di costruzione e gestione. Il ricorso a tale istituto è venuto diffondendosi sia sul terreno legislativo che nella prassi amministrativa. Amorosino S., in *Riv. Trim. App.*, 1993, pag. 238 e ss.

brano rispettare gli obiettivi che la Merloni ter si è posto.

Nella relazione che accompagnava la proposta di legge sull'introduzione del PF, si legge tra l'altro: "Le disposizioni intendono dare rilevanza, anche sotto l'aspetto normativo, all'ingresso dei privati finanziatori nel settore dei lavori pubblici per il quale, a sempre maggiore carenza dei fondi rende indispensabile l'afflusso di nuovo capitale soprattutto a vantaggio degli enti locali e delle regioni che traggono la gran parte delle loro dotazioni finanziarie a valere sul bilancio statale"⁹.

La legge quadro 109\94 da ultimo viene modificata dalla legge 1 agosto 2002 n° 166, battezzata come Merloni quater¹⁰.

⁹Relazione alla proposta di legge n° 1411 presentata alla Camera dei Deputati il 4 giugno 1996.

¹⁰La legge 109/94 è stata ulteriormente modificata dall'articolo 7 del disegno di legge 1246/A/Senato (collegato alla finanziaria), approvato dall'aula al Senato il 26 giugno 2002 – Legge 1 agosto 2002, n. 166 battezzata come Merloni quater, che in sintesi si riportano le principali modifiche: a) prorogata la durata dell'attestazione a cinque anni con verifica entro il terzo anno del mantenimento dei requisiti di ordine generale dei requisiti di capacità strutturale da indicare nel regolamento; b) eliminata la possibilità alle regioni di imporre o meno la certificazione SOA; c) è facoltà delle stazioni appaltanti richiedere ulteriori requisiti attestanti l'esecuzione dei lavori nello specifico settore di intervento; d) possibilità del consorzio stabile di accreditarsi sulla base delle qualificazioni possedute dalle singole imprese consorziate; e) possibilità di costituire consorzi stabili di società di professionisti; f) limite della possibilità di subappaltare opere fino al 30%; g) divieto di subappalto quando una sola delle categorie superspecializzate supera il 15% dell'importo dei lavori; h) ampliamento della possibilità di aggiudicare attraverso l'appalto integrato per importi di lavori inferiori a 200.000 euro o pari o superiori a 10 milioni di euro; i) l'appaltatore che partecipa ad un appalto integrato di cui al comma 1, lettera b, numeri 1 e 3, deve possedere i requisiti progettuali previsti dal bando o deve avvalersi di un progettista qualificato alla realizzazione del progetto esecutivo individuato in sede di offerta o eventualmente associato; i) il bando indica l'ammontare delle spese di progettazione esecutiva comprese nell'importo a base di appalto ed i requisiti richiesti al progettista, in conformità a quanto richiesto dalla normativa in materia di gare di progettazione; l) possono fare parte delle commissioni di collaudo, limitatamente ad un solo componente, i funzionari amministrativi che abbiano prestato servizio per almeno cinque anni in uffici pubblici; m) è scomparso qualunque riferimento all'anticipazione contrattuale; n) resta l'obbligo di presentare una polizza provvisoria qualunque sia l'importo dei lavori; o) cauzione definitiva aumentata di un punto in percentuale per ogni punto che supera il 10 per cento; ove il ribasso sia superiore al 20 per cento, l'aumento è di due punti percentuali per ogni punto di ribasso superiore al 20 per cento; p) viene previsto uno svincolo progressivo sulla cauzione definitiva a partire dal 50% del sal (anche per i contratti in corso); q) si introduce l'obbligo per tutti i soggetti che effettuano la verifica del progetto di essere muniti di una polizza indennitaria civile per danni a terzi per i rischi derivanti dallo svolgimento dell'attività di propria competenza; r) il sistema di garanzia globale di esecuzione, una volta istituito, è obbligatorio per tutti i contratti di cui all'articolo 19, comma 1 lettera b, di importo superiore a 75 milioni di euro; s) vengono radicalmente rivoluzionate le norme relative alla finanza di progetto; t) il Governo provvederà a modificare il regolamento di cui al DPR 34/2000 prevedendo la possibilità per l'Autorità di vigilanza sui lavori pubblici di comminare sanzioni rapportate alla gravità delle violazioni compiute dagli organismi di attestazione; u) la quota di lavori in subappalto resta del 30%; v) per l'affidamento di incarichi di progettazione ovvero della direzione dei lavori il cui importo stimato sia inferiore a 100.000 euro le stazioni appaltanti per il tramite del responsabile del procedimento, possono procedere all'affidamento ai soggetti di cui al comma 1, lettere d, e, f e g, di loro fiducia, previa verifica dell'esperienza e della capacità professionale degli stessi e con motivazione della scelta in relazione al progetto da affidare.

3. I SOGGETTI COINVOLTI

In un'operazione di PF sono coinvolti molti soggetti, ognuno dei quali può assumere anche più ruoli nell'esecuzione del progetto. L'elemento, che permette di creare una coalizione di più interessi, è dato dalla combinazione rischio-rendimento accettabile.

Per far raggiungere a questa coalizione d'interessi l'obiettivo prefissato, è necessario che ogni soggetto assuma uno o più ruoli ben specificati con assunzione dei corrispondenti rischi.

La connotazione di risorse è ordinata alla realizzazione di un progetto che ha natura imprenditoriale ed è volto, quindi, a conseguire un profitto non tanto dalla costruzione quanto dalla gestione del complesso infrastrutturale realizzato¹¹.

L'aggregazione dei diversi soggetti su un progetto è finalizzata: all'utilità pubblica, all'idoneità ingegneristica, ma soprattutto all'adequazione economico-finanziaria. Il buon esito di un'operazione di PF è il risultato di un buon gioco di squadra. Eventi rischiosi, facilmente verificabili in tali iniziative, potrebbero provocare delle strozzature al meccanismo, non solo nella fase d'implementazione, ma anche in quell'operativa. Tali eventi, se opportunamente valutati, possono essere arginati da norme contrattuali tali da ridurre o eliminare il loro carattere aleatorio¹².

A seconda del settore in cui si genera l'idea del progetto, il protagonista può essere un'impresa privata o un soggetto pubblico. Nel primo caso il soggetto privato lega la sua business idea ad una serie di obiettivi: conquistare un nuovo mercato, accrescere il pregio aziendale, etc.

Nel secondo caso, il soggetto pubblico lega la sua business idea, attraverso il coinvolgimento di privati, ad obiettivi di politica economica: favorire lo sviluppo occupazionale, sopperire al fabbisogno di infrastrutture, etc.

I principali soggetti sono:

- il promotore o sponsor

¹¹Amorosino S., *op. cit.*, pag. 244.

¹²Fava C. F., *Project financing, dal progetto alla realizzazione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, pag. 15.

- la società di progetto
- l'investitore
- il costruttore.

3.1 SEGUE: IL PROMOTORE

La legge 109\94 e successive modificazioni ed integrazioni dedica un articolo, il 37 bis, al soggetto promotore, specificandone il ruolo e l'attività. Promotore del PF è il soggetto che assume l'iniziativa dell'intero progetto, presentando un'idea di opera, conforme alla programmazione triennale di cui all'art. 14 della stessa legge, tramite contratti di concessione e con risorse a proprio carico. La business idea è accompagnata da uno studio di inquadramento territoriale e ambientale, da un progetto preliminare, nonché da un piano economico-finanziario asseverato da banche, con la specificazione delle caratteristiche del servizio e della gestione e con l'indicazione dei soggetti finanziatori e delle garanzie offerte dal promotore all'amministrazione aggiudicatrice.

Il secondo comma dello stesso articolo, specificando i requisiti tecnici, organizzativi, finanziari e gestionali, del soggetto promotore, stabilisce che tale ruolo può essere assunto: da un soggetto privato, da un ente pubblico, dal concorso di più soggetti privati e\o pubblici, dai potenziali costruttori dell'opera, da chi conferisce capitale di rischio. La normativa consente ai soggetti, che presentano la proposta, di consorziarsi con enti finanziatori e con i gestori di servizi. L'obiettivo è quello di concentrare nel soggetto promotore una pluralità di funzioni tali da consentirgli un'esaustiva valutazione della redditività dell'investimento correlata, oltre alla realizzazione dell'opera, anche alla gestione della stessa ¹³.

Il promotore di un PF, per realizzare l'opera ha bisogno, oltre al capitale proprio, anche di capitale di terzi, e, quindi, deve conquistarsi la fiducia dei soggetti finanziatori. Tale fiducia la si acquista

¹³De Marzo G., *Finanza di progetto e Merloni ter*, in Urb. e App., 2\1999, pag. 126

solo presentando un progetto che abbia una capacità di reddito. Per tale motivo, il promotore deve avere la massima libertà nell'individuare un'iniziativa e quindi progettartela.

I promotori non sono sempre identificabili con coloro che hanno avuto semplicemente l'idea del progetto. Infatti, il capitale di rischio può essere conferito anche da chi, pur non essendo stato ideatore dell'iniziativa, si aspetta un ritorno conveniente, come per esempio: i costruttori dell'opera, i fornitori o altri partner.

Secondo l'art. 99 del regolamento 554/1999 possono essere promotori i soggetti che svolgono in via professionale attività finanziaria, assicurativa, tecnico-operativa, di consulenza e di gestione nel campo dei lavori pubblici o di pubblica utilità e dei servizi alla collettività, che negli ultimi tre anni hanno partecipato in modo significativo alla realizzazione di interventi di natura e importo almeno pari a quello oggetto della proposta.

L'ente pubblico anche se il suo contributo all'iniziativa è soprattutto di natura concessorio in quanto la pubblica amministrazione attribuisce una concessione per la realizzazione e successiva gestione di un'opera pubblica, spesso è il promotore dell'operazione, il quale promuove la costituzione delle società miste¹⁴, collabora all'elaborazione del quadro programmatico dell'opera, ne verifica, inoltre, la fattibilità tecnica e l'impatto ambientale¹⁵.

¹⁴Un attore importante nel project financing potrà sicuramente diventare la società mista pubblico-privata (società di capitale costituita tra un ente pubblico e da privati per la gestione di servizi di pubblica utilità). Oltre che con ruoli esterni di garante di pubblici interessi in gioco nella realizzazione di un'opera, l'amministrazione pubblica potrebbe anche entrare direttamente a far parte della società di progetto, promuovendo la costituzione di una società mista con tutti gli altri partecipanti alla realizzazione dell'intervento. In questo caso la proprietà delle aree su cui si costruisce e l'eventuale contributo finanziario pubblico entrerebbero direttamente a far parte del capitale societario. Crediop, *op. cit.*, pag. 29

¹⁵“Anche le pubbliche autorità possono fungere da ideatori e/o promotori di un'operazione di project financing, anzi il loro ruolo è decisivo per la realizzazione di grandi opere infrastrutturali (ad esempio il ponte sullo stretto di Messina). In questo caso, l'intervento pubblico trova una duplice valenza: da un lato consente la realizzazione di opere che, per la loro particolare natura, sono, sottratte all'area di interesse privatistico, dall'altro tende all'accrescimento delle risorse disponibili veicolando il sistema economico su un trend di sviluppo in termini sia reali sia monetari. Ma un intervento pubblico, finanziato interamente con capitale pubblico, potrebbe risultare eccessivamente oneroso per la collettività e pertanto la via preferenziale è quella di ricorrere al capitale privato, supportato da un impegno pubblico in termini di compartecipazione al capitale di rischio della project company, o di finanziamento agevolato o contributi a fondo perduto o ancora di agevolazioni fiscali”, Fava F. C., *op. cit.*, pag. 19 e ss..

3.2 SEGUE: LA SOCIETA' DI PROGETTO

L'aspetto caratterizzante di un'operazione di PF è dato dall'affidabilità finanziaria del progetto e non dai promotori della business idea. L'operazione di finanziamento, quindi, è incentrata su una specifica unità economica appositamente creata per la realizzazione di un determinato progetto, cosiddetto *isolamento giuridico o ring fence*¹⁶

Al progetto corrisponde un centro di riferimento economico distinto, giuridicamente ed economicamente dai soggetti coinvolti (generalmente ne fanno parte: i promotori, quindi enti locali e\o soggetti privati, azionisti finanziatori dell'opera), che si identifica in un soggetto giuridico creato ad hoc, che, di solito, assume la forma di società di capitale o, usando una terminologia anglosassone, (SPV) *special purpose vehicle*¹⁷. Si tratta di una società creata appositamente dai promotori, con assunzione di responsabilità imprenditoriale dell'operazione, avente come oggetto sociale esclusivo la realizzazione del progetto¹⁸.

La SPV ha l'obiettivo di stabilire un'entità economica sulla quale far ricadere tutte le obbligazioni che sorgono con la messa in opera del progetto.

Ad essa, quindi, viene di regola affidato il compito di acquistare il capitale di prestito da parte dei finanziatori, di effettuare il servizio

¹⁶ Nel linguaggio fiscale britannico, è la barriera eretta dall'Oil Taxation Act allo scopo di proteggere il gettito dell'imposta sugli utili petroliferi. Questa barriera impedisce alle società di portare in detrazione dei profitti realizzati. Picchi, *op. cit.*, pag. 1048. Con il principio del ring fence, si ha la separazione economica e giuridica del progetto da tutte le altre iniziative dei promotori, grazie alla costituzione ad hoc di una società di progetto (SPV, Special Purpose Vehicle) che abbia come oggetto sociale esclusivo la realizzazione e gestione dell'iniziativa.

¹⁷ La special purpose vehicle è l'ente creato appositamente per la realizzazione di un progetto economico. È il debitore principale verso tutti i finanziatori, nonché rappresenta la controparte nei contratti stipulati.

¹⁸ Il progetto viene isolato ed espianato in termini finanziari dal complesso dell'attività dell'azienda sponsor. Per i finanziatori ciò significa che: a) il rimborso del capitale ed il pagamento degli interessi dipendono esclusivamente dai flussi di cassa generati dal progetto; b) in caso di insolvenza, essi possono rivelarsi solo sulle attività direttamente afferenti il progetto. Quindi l'elemento caratterizzante di un PF è che i finanziatori sono garantiti solo dai flussi di cassa e dalle attività direttamente pertinenti al progetto, e non possono rivalersi, in nessun caso sull'azienda sponsor (neanche quando i flussi siano insufficienti a consentire il servizio del debito e le attività non consentano il recupero del credito), De Sury P., *op. cit.*, pag. 4.

del debito contratto e di provvedere direttamente allo svolgimento delle funzioni organizzative e manageriali connesse all'attività economica oggetto del progetto.

La società di progetto, una volta costituita, subentra all'aggiudicatario nel rapporto contrattuale di concessione; diventa essa la concessionaria (art. 37-quinquies legge 109\94). Non si tratta di una mera sub-concessione, ma di un subentro di un altro soggetto nel rapporto principale di concessione, così come è stato chiarito dalla legge 166/2002. Il subentro è automatico in quanto non vi è necessità di alcuna approvazione da parte dell'altro contraente, e cioè la pubblica amministrazione¹⁹.

La costituzione di una società di progetto non è né un obbligo, né una facoltà, ma rappresenta una opportunità, per le imprese che vi partecipano uno strumento essenziale per la realizzazione del progetto, garantendo ai finanziatori che i flussi generati serviranno esclusivamente a ripagare il debito. Inoltre, assicura gli enti aggiudicatari circa le vicende esterne al rapporto, che normalmente possono incidere sul patrimonio o sul bilancio del promotore o delle imprese partecipanti al progetto²⁰.

L'art. 37-quinquies stabilisce in proposito che il bando di gara per l'affidamento di una concessione per la realizzazione e/o gestione di un'infrastruttura o di un nuovo servizio di pubblica utilità, deve prevedere che l'aggiudicatario ha la facoltà o l'obbligo, dopo l'aggiudicazione di costituire una società di progetto in forma di società per azioni o a responsabilità limitata, anche consortile, indi-

¹⁹Bellagamba L., Aspetti della concessione e del project financing, in Giust. It., articoli e note, n. 2\2001.

²⁰La costituzione di una SPV non costituisce una condizione né sufficiente né necessaria per configurare una operazione di PF. Non è una condizione sufficiente perché la concessione ai creditori della SPV di una garanzia incondizionata da parte degli sponsor o di terzi configurerebbe un'operazione di full recourse financing. Questo, ad esempio, avviene di frequente nelle operazioni finanziarie internazionali in cui si è soliti costituire per motivi fiscali delle società ad hoc, le cui passività sono garantite incondizionatamente dalla casa madre. D'altra parte la creazione di una SPV non è neppure una condizione necessaria per il montaggio di un'operazione di PF perché è possibile che il progetto non venga scorporato giuridicamente dalla società sponsor. Nel caso in cui l'operazione di PF non preveda la costituzione di una SPV, si pone comunque la sopra citata necessità di minimizzare la possibilità di rivalsa nei confronti degli sponsor, in particolare dell'azienda che ospita il progetto, De Sury P., *op. cit.*, pag. 4 e ss.

cando l'ammontare minimo del capitale sociale e, in caso di più soggetti che concorrono nell'offerta, la quota di partecipazione al capitale sociale di ciascun di essi e che la società costituita subentra all'aggiudicatario nel rapporto di concessione, senza necessità di approvazione e autorizzazione e senza che tale subentro costituisca cessione di contratto. In base a tali disposizioni, il contratto continua in sostanza a vincolare il promotore, mentre alla responsabilità per l'adempimento di questi nei confronti dell'ente pubblico si aggiunge anche la responsabilità della società di progetto (se costituita anche da altri soggetti giuridici), che assume direttamente i diritti e gli obblighi inerenti alla concessione di costruzione e/o gestione.

La costituzione di una società di progetto, titolare dei diritti e degli obblighi inerenti al PF, si rende opportuna in quanto si isola economicamente e giuridicamente il progetto dalle altre iniziative dei promotori e si limita fortemente, in favore degli enti pubblici aggiudicatari, l'impatto di un eventuale andamento negativo degli affari.

La società di progetto si configura in sostanza come un debitore diretto di tutte le obbligazioni che derivano dal PF, ma in pratica è anche possibile che il servizio del prestito e/o la gestione dei rapporti attivi e passivi con l'ente pubblico e con i creditori della società, sia affidato ad altro soggetto giuridico. Si pensi al caso della costituzione del *trustee borrowing* o del *security trustee*, ovvero alla figura del *general contractor*²¹. Si tratta, in effetti, di un'impresa che assume in proprio il compito della relativa esecuzione e della connessa responsabilità sia nei confronti dell'ente medesimo e della società di progetto che nei confronti dei terzi. Infatti, essa è committente dell'opera perché stipula un contratto di appalto con l'azienda costruttrice e successivamente è concessoria perché ad opera ultimata stipula un contratto gestione con l'azienda concessionaria finalizzato alla gestione e alla manutenzione dell'impianto realizzato.

²¹Chi, in considerazione del pagamento di un prezzo fisso concordato, si impegna con il committente per eseguire un determinato lavoro o una fornitura di materiali, Picchi F., *op. cit.*, pag. 833.

3.3 SEGUE: GLI INVESTITORI

Finanziatori del PF sono tutti i soggetti che concorrono all'iniziativa mettendo a disposizione le risorse necessarie. Si tratta di solito dei promotori, dei costruttori, dei fornitori, delle banche ed in genere dei soggetti che già partecipano in altra veste al progetto, ivi compresa la stessa pubblica amministrazione titolare dell'opera, quando concorre con propri contributi all'investimento, ma quote di capitale possono essere sottoscritte anche da finanziatori esterni alla società.

Finanziatori del PF, quindi, possono intendersi, *lato sensu*, gli investitori dell'iniziativa che mettono a disposizione le risorse necessarie: dai sottoscrittori del capitale di rischio (azionisti della società di progetto) ai sottoscrittori del capitale di debito (mutui, obbligazioni ed altre forme di prestito).

Tra i finanziatori un ruolo non trascurabile è occupato dalle banche nella triplice veste di: *advisor*, *arranger* e *lender* ²².

La banca *advisor* rappresenta il consulente finanziario ed ha il compito di inquadrare il progetto nel contesto normativo, di verificare la fattibilità tecnica e finanziaria, di proporre, raccogliere ed analizzare pareri di esperti indipendenti su problematiche anche interpretative della normativa vigente, di ideare la struttura finanziaria dell'operazione, di verificare ed eventualmente modificare i contratti base e gli accordi del *security package* ²³.

E' facile osservare che il ruolo dell'*advisor* è di estrema delicatezza, in quanto si tratterà di dar vita all'idea, anche su basi alternative a quelle eventualmente proposte dai promotori. L'obiettivo del consulente è anche quello di valutare tutti i rischi connessi all'operazione, ricercando soluzioni che consentano di minimizzarli. Il compito dell'*advisor* è anche quello di espletare un servizio di assistenza ai

²²Per una maggiore trattazione sul ruolo delle banche: Fava C. F., *op. cit.*, pag. 21 e ss.; Bagnato S., *Le banche italiane ed il project financing*, in *Project Financing. Aspetti giuridici, fiscali e contrattuali*, a cura di Ternau, Milano 1996.

²³Per *security package* si intende l'insieme di accordi, contratti ed impegni che delimitano e ripartiscono i rischi del progetto tra i vari soggetti coinvolti.

promotori per quanto riguarda il rilascio di licenze e autorizzazioni e rilevare eventuali discrasie non rilevate dai promotori.

Poiché l'advisor assume diverse funzioni, ognuna delle quali svolte con una certa professionalità: stesura del business plan, analisi della sua finanziabilità, richiesta di autorizzazioni, etc., ne scaturisce un lavoro di équipe coinvolgendo altri istituti non strettamente bancari.

La SPV, sulla base dell'elaborazione del progetto eseguito dall'advisor, incarica una banca, cosiddetta arranger, al fine di procedere all'acquisizione dei fondi necessari alla realizzazione del progetto. In genere, l'arranger è una banca commerciale che per esperienze pregresse, per la forza finanziaria e per una consolidata e riconosciuta penetrazione sui mercati finanziari internazionali, è ritenuta idonea a gestire la fase delicata della raccolta.

La banca arranger ha soprattutto il compito di garantire la raccolta dei fondi. Tale garanzia scaturisce dalla sua forza economica e finanziaria. Infatti, qualora la stessa non riuscirebbe a reperire i fondi sul mercato, è obbligata a finanziare l'iniziativa con propri fondi. Per questa peculiarità del rapporto, l'arranger può non essere l'unico, soprattutto quando il progetto ha bisogno di una grande somma di capitale. Non sono rari i casi di project financing in cui si trova un molteplice numero di arranger, i quali limitano la loro sottoscrizione solo ad una parte del capitale.

Quando invece le banche si limitano a semplici finanziatori dell'iniziativa già studiata e promossa da altri adviser, allora assumono l'appellativo di lender²⁴.

²⁴Amatucci F., op. cit., pag. 120.

3.4 SEGUE: IL COSTRUTTORE E IL GESTORE

Il costruttore è colui il quale si assume tutti gli obblighi connessi alla realizzazione dell'opera.

Il costruttore, che in genere è un consorzio di imprese e che fa parte della società di progetto, ha un ruolo fondamentale in qualunque schema di allocazione dei rischi, e quindi deve coniugare all'esperienza tecnica la capacità finanziaria. Spesso è co-sponsor dell'operazione, perché gioca un ruolo importante nell'origination della stessa e nell'organizzazione della coalizione. Il costruttore, infatti, oltre al risarcimento del danno causato dal ritardo del completamento dell'opera, è tenuto anche al pagamento di una penale, qualora l'impianto non dovesse superare i test di collaudo. Di converso, gli spetterebbe un premio nel caso che le performance dovessero risultare migliori di quelle previste dal contratto.

Il gestore, che generalmente è anch'esso un consorzio di imprese e che fa parte della società di progetto, spetta il compito di provvedere alla gestione funzionale ed economica dell'opera, al fine di ottenere quei flussi di reddito essenziali per il successo dell'iniziativa.

Sia le imprese di costruzione che quelle di gestione devono possedere i requisiti di affidabilità tecnica, professionale e finanziaria adeguati all'iniziativa, in quanto:

a) la fase di costruzione presenta i rischi più elevati, se si considera, da un lato, l'altissima esposizione finanziaria che rischia di compromettere seriamente l'operazione, in caso di eccessivo prolungamento dei lavori; dall'altro, la necessità di perfetta funzionalità dell'opera, che deve rispondere alle esigenze qualitative dell'utenza di riferimento;

b) la fase di gestione si presenta come la più delicata, in quanto su di essa ricadono tutti i vantaggi dell'operazione; nella logica di autofinanziamento del progetto, attraverso lo strumento della concessione, è la gestione economica e funzionale dell'opera la fonte principale, se non esclusiva, per ripagare i finanziatori e remunerare gli azionisti. Questo implica anche che il gestore assicuri, per tutta la durata della concessione, la manutenzione ordinaria e straordinaria

dell'opera, al fine di preservare la perfetta funzionalità e la fruibilità da parte della collettività ²⁵.

4. IL PROBLEMA DEI RISCHI

L'art. 37-novies della legge 109\94 e successive modificazioni ed integrazione al 1° comma recita: "I crediti dei soggetti che finanziano la realizzazione di lavori pubblici, di opere di interesse pubblico o la gestione di pubblici servizi hanno privilegio generale sui beni mobili del concessionario ai sensi degli articoli 2745 e seguenti del codice civile".

La norma sottolinea come il privilegio debba risultare, a pena di nullità, da atto scritto, dal quale si deve evincere inequivocabilmente i finanziatori originari dei crediti, il debitore, l'ammontare del finanziamento, nonché altri elementi necessari che costituiscono il finanziamento. Affinché l'atto possa essere opponibile ai terzi, è necessario che lo stesso venga trascritto immediatamente nel registro ex art. 1524 codice civile.

Il legislatore si è preoccupato con questa norma di tutelare i soggetti che garantiscono totalmente o parzialmente i rischi che caratterizzano qualsiasi operazione di PF.

A seconda dei rischi che le rispettive garanzie devono coprire o ridurre il ruolo di garanti può essere ricoperto da società o enti assicuratori, enti o amministrazioni pubbliche ovvero dagli stessi promotori.

Oltre alle garanzie previste dalla norma di cui sopra, nel PF è possibile utilizzare una vasta gamma di garanzie dirette a coprire il rischio degli investitori e dei finanziatori, dei costruttori e dei gestori di servizio, nonché della stessa pubblica amministrazione. Ciò si rende necessario per consentire ai diversi soggetti che partecipano all'iniziativa di ridurre al minimo eventuali rischi che potrebbero scaturire nel caso in cui andasse male l'operazione.

²⁵Amatucci F, op. cit., pag. 145

Uno dei problemi rilevanti per il finanziamento dei progetti, sembrerebbe proprio quello relativo alle garanzie reali. Queste garanzie possono essere efficaci soltanto per quei progetti in cui le attività che garantiscono il debito hanno valore come garanzia collaterale, possono cioè essere commercializzate e trasformate rapidamente in contanti ²⁶.

In una operazione di PF, quindi, al fine di arginare il problema delle garanzie per le banche, potrebbe tornare utile convertire parte del capitale finanziato in capitale di rischio entro un certo periodo nel quale possono avere percezione dell'andamento del progetto. Oppure si può rendere necessario trovare altre forme di garanzie, di tipo anglosassone: i performance bonds, il sistema delle garanzie indirette derivante dalla combinazione di contratti "take or pay", "through-put", "assignment agreements" "trust deeds" ²⁷.

Con il primo tipo di contratto una società acquista il diritto di ricevere dalla società titolare del progetto prestazioni periodiche di beni o di servizi, assumendo l'obbligo incondizionato di pagare i corrispettivi alle scadenze contrattuali.

Con il secondo tipo di contratto il fruitore del servizio si impegna a utilizzare l'opera, facendovi passare un ammontare minimo del prodotto e pagando una tariffa prestabilita, indipendente dall'effettiva utilizzazione dell'opera.

Con il terzo tipo di contratto si affida al *trustee*, dopo aver richiamato gli elementi costitutivi dell'intera operazione, la gestione degli interessi del pool di banche ²⁸.

²⁶Crediop, *op. cit.*, pag. 49.

²⁷Questo forma di garanzia denominata performance bonds, consente ad un soggetto terzo, che può essere una compagnia di assicurazioni, di pagare una somma di denaro in caso di abbandono o non corretta esecuzione del progetto

²⁸Per una descrizione analitica di questi contratti: Lobbuono M., Project financing e garanzie indirette, in Riv. Trim. App., 1994, pag. 431 e ss.

CAPITOLO IV

LA CESSIONE DEI CREDITI E DEI DEBITI

1. LA GESTIONE DEL CREDITO E DEL DEBITO

Gli Enti Territoriali, come abbiamo già affermato nei capitoli precedenti, grazie alla loro autonomia finanziaria si stanno sempre più affacciando sui mercati finanziari al fine di poter trovare qualche strumento idoneo e più snello per i propri investimenti, ma anche per smobilizzare quelle sacche di bilancio e trasformarle in *cash*.

Sia la parte attiva che la parte passiva del bilancio possono entrare nella morsa delle tecniche finanziarie grazie al frutto della dinamica evolutiva dell'intermediazione finanziaria lungo gli assi degli strumenti e dei processi.

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

Riguardo alle caratteristiche evolutive, in essa si può ritrovare l'individuazione e la realizzazione di differenti circuiti negoziali e organizzativi della gestione dei flussi finanziari e la riagggregazione dei prodotti esistenti in modo da soddisfare i più svariati fabbisogni di finanziamento delle diverse tipologie di aziende.

L'innovazione di processo attiene alla possibilità derivante dall'utilizzo di strumenti di finanza alternativi, quali cartolarizzazione e *swap*, rivolgendosi direttamente ai mercati finanziari.

Lo strumento finanziario di cartolarizzazione dimostra di essere una dei più promettenti ed interessanti nell'ambito delle strategie finanziarie realizzate dalle pubbliche amministrazioni, permettendo di acquisire immediata liquidità, senza dover ricorrere

all'indebitamento bancario e all'utilizzo di linee di credito che potrebbero essere più utili e convenienti in altre occasioni ed urgenze. Con la cartolarizzazione si evita inoltre di dover procedere all'emissione diretta di obbligazioni o ad un incremento di imposte e tariffe. La cartolarizzazione può essere definita come un processo di trasformazione in titoli negoziabili di un pool di attività non liquide in grado di generare flussi di cassa determinati o statisticamente stimabili: frequentemente una massa di crediti, ma, più in generale, qualunque complesso di attività in grado di generare un cash flow relativamente regolare nel corso di un certo arco temporale¹.

Negli ultimi anni si è sviluppata una concezione di gestione del debito nell'ambito della finanza innovativa che è denominata *liability management*² e che ha per oggetto la parte passiva del bilancio. La gestione attiva del debito si concretizza in operazioni di ristrutturazione del debito pregresso, consentendo, quindi, di considerare il debito non più come un elemento statico ed immutabile ma come elemento fortemente dinamico e modificabile in base alle continue e diverse esigenze dell'ente pubblico che, se correttamente applicata, permette di gestire le oscillazioni del mercato relative ai tassi di interesse e di sfruttarle a proprio vantaggio modificando le proprie posizioni debitorie.

“La gestione attiva del debito, e con esso il ricorso a strumenti di finanza derivata, rappresentano scelte che, emergendo normalmente dalle opportunità sempre mutevoli offerte dal contesto economico, spingono verso un'interpretazione evolutiva del quadro giuridico di riferimento, ed in tal senso fanno evolvere la stessa cornice normativa (che per gli Enti Locali è per sua natura volutamente a maglie

¹ Cantieri, Manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche, Presidenza del Consiglio dei Ministri, Rubettino editore, 2003, pag. 107

² Liability management: gestione delle passività. Una strategia di gestione delle istituzioni di depositi che considera gestibili le fonti di approvvigionamento di fondi. Si concretizza mediante la concessione alquanto aggressiva di mutui, che vengono poi finanziati con denaro preso a prestito a breve, o relativamente breve, termine sui mercati monetari. Il risultato è che molte istituzioni sono diventate più vulnerabili alle vigorose politiche monetarie anti-inflazionistiche di quanto non lo siano all'inflazione stessa, perché i bruschi aumenti dei tassi di interesse le costringono ad acquistare moneta a tassi superiori a quelli dei mutui da loro concessi.

larghe in quanto tesa a garantire l'indipendenza e la non omologazione delle storiche realtà istituzionali). Tale fenomeno porta gli stessi atti regolamentari a delineare scelte non espressamente vietate ma neppure previste dalla normativa cornice e dunque, a dimostrare la capacità giuridica ad autodefinirsi dei limiti in maniera autonoma"³.

Alcuni strumenti di finanza innovativa nell'ambito della gestione del debito sono rappresentati dagli swap(4), usati per ricoprire o modificare posizioni di rischio e per adeguare un determinato flusso ad una desiderata struttura. Essi vengono anche utilizzati al fine di «cogliere valore» nel mercato. Per esempio, grazie ad uno swap, è possibile ridurre l'effettivo costo di un finanziamento o aumentare il rendimento realizzato su di un investimento. Questo «cogliere valore» del mercato è ottenibile sia arbitraggiando differenti segmenti del mercato sia avvantaggiandosi da anomalie del mercato.

2. LA CARTOLARIZZAZIONE NELLE PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI

La cartolarizzazione, introdotta dalla legge 30 aprile 1999 n. 130 al fine di adeguare il nostro ordinamento giuridico alla normativa di molti altri Paesi europei, è una tecnica finanziaria complessa volta a realizzare un processo attraverso il quale le attività a liquidità differite (crediti o altre attività finanziarie non negoziabili produttivi di flussi di cassa periodici) vengono convertiti in prodotti finanziari rappresentati da titoli negoziabili, collocabili sui mercati, attraverso la loro cessione ad un soggetto specializzato.

Si tratta, in particolare, di un'operazione finanziaria (definita di

³ Bettacini R.-Monelli M., Interest rate swap: l'esperienza del comune di La Spezia, in Fin. & Trib., IPSOA, Milano, n° 8/2000, pag. 442 e ss.

⁴Si veda la nota n° 28 del capitolo II

securitization⁵ attraverso la quale una società veicolo (*Special Purpose Vehicle*⁶, avente per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di questo tipo, si rivolge al mercato finanziario emettendo titoli per finanziare l'acquisto di crediti (per esempio per i comuni quelli derivanti da ruoli tributari o liste di carico di canoni). In sostanza con l'operazione di *securitization* i flussi di cassa futuri derivanti dal portafoglio di attività di un ente vengono ceduti ad un soggetto specializzato che provvede a "riconfezionarli" e a presentarli sul mercato sotto forma di titoli aventi caratteristiche di rendimento/rischio coerenti con le condizioni prevalenti del mercato stesso e quindi collocabili presso gli investitori. Con questa operazione, i flussi finanziari del mercato del credito si spostano al mercato dei capitali.

Alle operazioni di securitization sono connessi vantaggi per tutti i soggetti partecipanti.

In primo luogo per l'ente cedente favorisce la liquidità ed elimina i tempi di riscossione dei propri crediti. In questo modo si potrà gestire in maniera più flessibile il credito, trasformato in capitale immediatamente spendibile o, nel caso di non immediata esigenza, depositabile in fondi da cui si ricavano interessi attivi.

Gli investitori dal canto loro con l'emissione dei titoli sottostanti alle operazioni di securitization potranno scegliere sul mercato obbligazioni dal rendimento più elevato rispetto per esempio ai titoli di stato, anche se più rischioso. E' facile quindi comprendere come questo tipo di operazioni giovi al mercato finanziario nel suo insieme.

Infine le società di veicolo aumentano le loro attività incassando

⁵Securitization: mobiliarizzazione; conversione di debiti in titoli negoziabili. Neologismo con il quale si indica la recente tendenza ad avere, a fronte di prestiti concessi a privati, imprese o governi, garanzie di carattere indiscutibile costituite principalmente da titoli negoziabili, che possono successivamente essere rivenduti a investitori privati. Nel linguaggio bancario, il termine indica anche la tendenza moderna in base alla quale le banche preferiscono procurare capitali ai loro più grandi clienti, anziché concedere loro prestiti direttamente, mediante vendita di valori mobiliari emessi da questi ultimi o dalle stesse banche. Infatti, quando una banca mobiliarizza un credito, esso può essere eliminato dal bilancio e ciò libera capitale che può essere utilizzato per garantire altre operazioni. Lo stesso termine, infine, indica la pratica seguita da molte conglomerate finanziarie di rivendere sul mercato i loro crediti, sotto forma di obbligazioni. Picchi, op. cit., pag. 1084.

⁶Vedi nota 17 del capitolo III.

commissioni.

Il processo, composto da più operazioni e in cui intervengono diversi soggetti, si articola sostanzialmente in tre fasi:

- 1) individuazione degli *asset*⁷ da cartolarizzare;
- 2) cessione degli *asset* allo *Special Purpose Vehicle*;
- 3) emissione e collocamento dei valori mobiliari rappresentativi degli *asset* ceduti.

Nella individuazione degli *asset* da “cartolarizzare” occorre tener presente che questi devono essere adatti a produrre i flussi di cassa per il pagamento degli interessi ed il rimborso dei titoli emessi. Devono pertanto essere caratterizzati da:

- operazioni sottostanti omogenee (uniformi e standardizzate) dal punto di vista giuridico e finanziario (forma tecnica, rendimento, durata, ammortamento);
- portafoglio di importo complessivo rilevante;
- operazioni sottostanti diversificate dal punto di vista economico-tecnico (dei settori di attività economica, della tipologia di debitori, della loro collocazione geografica, ecc.) tali da determinare un grado di rischio stabile e quantificabile;
- flussi di cassa regolari e preventivabili (eventualmente tramite l'utilizzo di tecniche statistiche).

Normalmente tali *asset* sono pertanto rappresentati da crediti molto frazionati con un elevato grado di trasparenza statistico-finanziaria. Negli Stati Uniti, dove tale meccanismo finanziario si è sviluppato maggiormente, gli *asset* che hanno formato oggetto più frequentemente di operazioni della specie sono stati i crediti derivanti dall'utilizzo delle carte di credito, il leasing, i finanziamenti personali, i mutui ipotecari, e, da ultimo, i diritti cinematografici e musicali⁸.

Le operazioni di cartolarizzazione possono essere particolarmente

7) Asset: attività singola. Qualsiasi tipo di proprietà o possesso, tangibile o intangibile, che abbia un valore monetario o che frutti un reddito e che possa essere usata in pagamento di un debito. In particolare, il termine inglese indica i beni di proprietà di una persona fisica o la moneta che le è dovuta da altri. Picchi, op. cit., pag. 58.

8) V. Carnevale, “La cartolarizzazione dei crediti”, in Dir. della Banca e del Merc. Fin., n° luglio-settembre/2002.

vantaggiose in quanto oltre a consentire di modificare la struttura finanziaria dell'azienda cedente, permette anche di effettuare drastici mutamenti nella struttura dell'attivo e dei rischi.⁹ Permette quindi una elevata flessibilità nell'*asset-liability management*, consistente, ad esempio:

- nel rimuovere dall'attivo gli *asset*;
- nel liberare risorse, sia umane che finanziarie, da settori oggetto di cartolarizzazione per impiegarli in altri;
- nel miglioramento della liquidità dell'ente;
- nella possibilità di ottenere finanziamenti correlati alle caratteristiche dell'attivo (ridurre il rischio di interesse);
- nell'opportunità di entrare nel mercato del risparmio, avviando rapporti con investitori istituzionali e con i mercati internazionali.

Da ciò si potrebbe sviluppare una gestione degli *asset*, da parte degli intermediari finanziari, secondo logiche di portafoglio, con una specializzazione in specifici settori economici o territoriali nei quali si possiede un vantaggio conoscitivo.

Gli investitori vedono crescere le opportunità di impiego e di diversificazione dei rischi in relazione all'ampliamento della quantità e la gamma di strumenti disponibili, attraverso la sostituzione di titoli negoziabili ai tradizionali strumenti creditizi.

L'ampliamento dello spessore dei mercati finanziari, infine, apporta benefici nella ripartizione dei rischi anche a livello di sistema.

La cartolarizzazione dei crediti comporta possibili miglioramenti anche nei mercati creditizi stimolando l'apertura di un mercato secondario di crediti bancari¹⁰. Questo determina:

- un riesame del merito creditizio che introduce una più forte disciplina nella erogazione del credito;

⁹Asset - liability management: gestione delle attività e delle passività. Espressione usata negli Stati Uniti per indicare la gestione, da parte di una banca, delle proprie attività e passività in maniera da trarne il massimo vantaggio possibile. Tale pratica prevede l'investimento delle attività parte in maniera che consenta una rapida convertibilità e parte in maniera da fruttare alti tassi di interesse in quanto impiegata in mutui a più lunga durata. La gestione delle passività, invece, avviene attraverso l'emissione di certificati di deposito trasferibili in tagli minimi di centomila dollari, con il taglio da un milione di dollari come unità minima abbastanza comune... Picchi, op. cit., pag. 58

¹⁰ G. Szegö - F. Varetto, "Il rischio creditizio", Utet, 1999, pag. 20 e ss.

- il superamento del rischio di concentrazione degli attivi attraverso la possibilità della cessione del rischio ad essi inerenti;
- la creazione e lo sviluppo di contratti derivati su crediti, di grande utilità per la gestione e il controllo del rischio.

Dalla stipula del contratto di cartolarizzazione scaturiscono anche delle garanzie sia per l'investitore che per il soggetto cedente.

Per l'investitore è posto che sul patrimonio derivante dalla *securitization* possono avvalersi solo i portatori dei relativi titoli e non anche altri creditori.

Per il cedente, invece, la legge dà per scontato che la vendita del credito sia fatta pro soluto (principio del non riscosso per riscosso), cioè senza assunzione del rischio derivante dal mancato pagamento alla scadenza dei crediti ceduti.

In tal modo il cedente si libererà definitivamente del credito con ogni rischio derivante.

Gli enti locali grazie a questo istituto potrebbero sfruttare diverse tipologie di atti e di entrate della gestione ordinaria e straordinaria derivante da:

- tributi, compresi le sanzioni e gli interessi;
- contributi e trasferimenti correnti;
- proventi da servizi pubblici e dai beni dell'ente¹¹.

Sembra che questo istituto rappresenti un importante strumento alternativo di finanza territoriale, proprio per i generali vantaggi da essa scaturenti, e può diventare oggetto di politiche finanziarie di altissimo livello se gli operatori degli enti ne comprenderanno appieno le enormi potenzialità.

11) C. Porzio, relazione al master in Finanza degli Enti Territoriali, organizzato dalla Commissione di Studio "Finanza e mercati finanziari" presieduta da Eduardo Maria Piccirilli dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Napoli.

QUADRO SINOTTICO DEI SOGGETTI NORMALMENTE PRESENTI IN UNA OPERAZIONE DI SECURITIZATION (12)

SOGGETTO	RUOLO
Originator	Rappresenta il soggetto originariamente proprietario degli asset; a fronte della loro cessione, l'originator percepisce un importo che costituisce, al netto degli oneri e delle commissioni passive che l'operazione comporta, il ricavo della securitizzazione.
Cessionario	E' il soggetto acquirente degli asset da cartolarizzare. Solitamente ha uno status giuridico tale da far sì che il contratto di cessione stipulato con l'originator non risenta dell'eventuale fallimento dell'originator stesso.
Emittente (SPV)	Generalmente è rappresentato da uno Special Purpose Vehicle, di norma costituito, almeno fino alla emanazione della legge 130/99, in un centro off-shore. E' tale società veicolo che provvede all'emissione dei titoli asset-backed; ad essa sono normalmente trasferiti, con varie modalità, i diritti inerenti agli asset cartolarizzati.
Trustee	Costituisce un organismo fiduciario, istituzione tipica del diritto anglosassone, cui viene attribuito il compito di rappresentare unitariamente i diritti dei sottoscrittori dei titoli asset-backed. Normalmente il Noteholder Trustee dispone di un mandato fiduciario da parte dell'emittente che lo rende l'unico soggetto in grado di poter esercitare azioni legali sui diritti di sfruttamento degli asset (formalmente di proprietà del veicolo emittente).
Servicer	E' il soggetto incaricato di gestire le procedure di incasso dei ricavi prodotti dagli asset ceduti. Normalmente il servicer coincide con l'originator, il quale, in contropartita del servizio svolto a tale titolo, percepisce un'apposita commissione.
Controparte Swap	Rappresenta l'intermediario finanziario (solidamente una banca internazionale dotata di levato standing) con cui l'emittente stipula un contratto di swap al fine di eliminare il rischio derivante da possibili disallineamenti tra i flussi prodotti dagli asset e quelli da rispondere ai sottoscrittori dei titoli asset-backed.
Paying Agent	E' la banca incaricata di procedere, dietro mandato dell'emittente, al regolare pagamento delle cedole e delle rate di capitale in scadenza sui titoli asset-backed.
Liquidità Provider	E' la banca incaricata di fornire una linea di credito cui l'emittente può fare ricorso per colmare talune deficienze momentanee di liquidità a seguito di ritardi incontrati dal servicer nell'incasso dei flussi prodotti dagli asset.

12) Artale – Pampana – Rasola, “Guida alla securitization”, Bancaria Editrice, 2000, Roma, pag. 85.

Per avere un quadro normativo completo sulla cartolarizzazione bisogna partire dalla legge 140 del 1997 che, al fine di riequilibrare la finanza pubblica attraverso misure urgenti, si cedono per la prima volta crediti attraverso una procedura di gara dopo aver esperito le ordinarie procedure di recupero, escludendo i crediti di natura tributaria, a favore di soggetti abilitati all'attività di recupero credito.

Con la legge del 30 aprile del 1999, n° 130, si introduce nel nostro ordinamento le operazioni della cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti, quando ricorrono i seguenti requisiti:

1) il cessionario sia una società prevista dall'art. 3 della legge de quo e cioè: a) ha per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti; b) i crediti relativi a ciascuna operazione costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi; c) alla società cessionaria e alla società emittente titoli si applicano le disposizioni contenute nel titolo V del testo unico bancario¹³ ;

2) le somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti siano destinate in via esclusiva, dalla società cessionaria, al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi, dalla stessa o da altra società, per finanziare l'acquisto di tali crediti, nonché al pagamento dei costi dell'operazione.

La successiva comunicazione della Banca D'Italia del 23 agosto del 2000, n° 194218 recante "Disposizioni per le società di cartolarizzazione" ha fornito dei chiarimenti per meglio individuare i soggetti abilitati ad effettuare le operazioni di cartolarizzazione.

In particolare, è previsto che:

13) Il decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 e successive modificazioni, reca il Testo Unico delle Leggi in materia Bancaria e Creditizia.

1) alla società cessionaria e alla società emittente i titoli, ove esistente, si applicano le disposizioni contenute nel Titolo V del testo unico sulla legge bancaria intitolato “soggetti operanti nel settore finanziario;

2) i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento (c.d. “servicer”) siano banche o intermediari finanziari iscritti nell’elenco speciale.

Al riguardo, e con riferimento ai soggetti sub 1), iscritti nell’elenco speciale di cui all’art. 107 del t.u. bancario, le vigenti disposizioni che regolano l’attività degli intermediari finanziari iscritti nel citato elenco non ne disciplinano specificamente l’operatività.

Pertanto l’allegato 1 sono contenuti alcuni principi-guida cui le società per la cartolarizzazione dovranno fare riferimento. Per quanto concerne la trasmissione delle segnalazioni di vigilanza si fa riserva di ulteriori comunicazioni.

Con riferimento agli intermediari previsti al punto sub 2), si osserva che gli stessi - se diversi dalle banche - possono svolgere l’attività di riscossione dei crediti e i servizi di cassa e di pagamento nell’ambito di operazioni di cartolarizzazione sia come attività esclusiva, sia congiuntamente alle altre attività finanziarie previste per gli intermediari di cui al titolo V del T.U. bancario.

Pertanto, fermo restando il rispetto delle vigenti disposizioni previste per gli intermediari iscritti nell’”elenco speciale”, nell’allegato 2 sono contenute alcune indicazioni per la prestazione dell’attività di servicing¹⁴.

Oltre alla legge 140 del 1997 e alla legge 130 del 1999, il legislatore è intervenuto altre volte per regolare la materia, in particolare:

- legge 23 dicembre 1998, n° 448 la quale agli artt. 13, 14 e 15 detta le disposizione in materia di cartolarizzazione dei crediti INPS;
- legge 5 novembre 1999, n° 402 interviene ancora in materia di cartolarizzazione dei crediti INPS;

14) Servicing: servizio. Nel linguaggio finanziario, è il servizio di un prestito, cioè il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale maturate in base al piano di ammortamento stabilito. Il servizio del prestito pubblico, ad esempio, rientra tra le spese ordinarie dello Stato, gravando pesantemente sul suo bilancio. Picchi, op. cit., pag. 1095.

- legge 21 novembre 2000, n° 342 all'art. 76 disciplina la cartolarizzazione dei crediti tributari;
- legge 23 novembre 2001, n° 410 disciplina la privatizzazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico e di sviluppo dei fondi comuni di investimento immobiliare;
- legge 15 giugno 2002, n° 112 che detta norme sulla possibilità da parte di Patrimonio s.p.a. di compiere operazioni di cartolarizzazione.
- legge 27 dicembre 2002, n° 289 disciplina la privatizzazione del patrimonio immobiliare delle Regioni, degli Enti Locali e degli altri enti pubblici.

Anche gli enti territoriali grazie ad alcune delle leggi di cui sopra possono avvalersi di questo istituto al fine di poter trasformare i loro crediti o patrimonio in moneta contante. In particolare, ai sensi dell'art. 76 della legge 342 del 2000 gli Enti Territoriali attraverso la stipula di un'apposita convenzione con il cessionario "possono cedere a terzi a titolo oneroso i loro crediti tributari compresi gli accessori per interesse, sanzioni e penalità". Il secondo comma dello stesso articolo stabilisce che l'ente è tenuto a garantire l'esistenza del credito al momento della cessione, la quale deve essere pro soluto.

Altre due leggi interessano gli enti territoriali: la legge 410 del 2001 e la legge 289 del 2002. La prima ha introdotto la possibilità per Regioni, Province e Comuni di effettuare operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione del patrimonio immobiliare tramite una società Patrimonio s.p.a. costituita dal Ministero dell'Economia. L'articolo 2 comma 6 della legge 410/2001 consente di usufruire di una serie di agevolazioni tributarie, infatti: "le operazioni di cartolarizzazione di cui al comma 1 e tutti gli atti, contratti, trasferimenti e prestazioni posti in essere per il perfezionamento delle stesse nonché le formalità ad essi connesse, sono esenti dall'imposta di registro, dall'imposta di bollo, dalle imposte ipotecaria e catastale e da ogni altra imposta indiretta, nonché da ogni altro tributo o diritto. Ai fini dell'imposta comunale sull'incremento di valore degli immobili, i trasferimenti di beni immobili alle società costituite ai sensi del comma 1 non si considera-

no atti di alienazione”.

La legge finanziaria del 2003 autorizza le Regioni, le Provincie e i Comuni a costituire o a promuovere la costituzione, anche attraverso soggetti terzi, di più società a responsabilità limitata con capitale iniziale di 10.000 euro, aventi ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari.

3. GLI SWAP

Gli *swap* costituiscono una delle maggiori innovazioni finanziarie nell'ambito degli strumenti derivati. La loro nascita ha contribuito e sta contribuendo a colmare esigenze di carattere strutturale nella gestione finanziaria di impresa e di pubbliche amministrazioni.

I primi contratti *swap* risalgono agli inizi degli anni ottanta e, da allora, il mercato è cresciuto molto rapidamente, tanto che oggi vengono annualmente negoziati contratti per centinaia di miliardi di dollari in tutto il mondo.

Uno *swap* implica un accordo di natura creditizia tra due parti che si scambiano flussi di cassa a date certe, secondo una formulazione predefinita tra di esse. I flussi di cassa possono essere espressi nella stessa valuta oppure in valute differenti.

Un tipo di *swap* molto diffuso è l'interest rate *swap*¹⁵, con la quale due parti si impegnano a scambiarsi, a date prestabilite, flussi di cassa, secondo uno schema convenuto. Un tipico schema è quello in cui una parte A s'impegna a pagare all'altra parte, B, flussi di cassa pari agli interessi calcolati ad un prefissato tasso fisso su un capitale nominale, per un certo numero di anni. Contemporaneamente, B, si impegna a pagare ad A flussi di cassa pari agli interessi calcolati ad

15) Interest Rate Swap: scambio di tassi di interessi o permuta di tassi di interessi. Il termine viene usato per indicare uno strumento finanziario che consente alle banche di rettificare la loro esposizione in relazione a variazioni di tasso di interesse. Tale strumento è esteso anche agli operatori al di fuori del sistema bancario. Picchi, op. cit., pag 567.

un tasso variabile sullo stesso capitale nominale, per lo stesso periodo di tempo.

Un altro tipo diffuso di swap è il *currency swap*¹⁶, nel quale il capitale e gli interessi espressi in una divisa sono scambiati contro capitale ed interessi espressi in un'altra divisa.

Molteplici sono le possibilità di adoperare gli swap per gestire i flussi di cassa e svariati sono gli obiettivi inseguiti dagli utilizzatori di tale strumento.

Mediante un *interest rate swap*, la società può trasformare il suo debito a tasso variabile o breve termine in un debito a tasso fisso e medio-lungo termine.

Un *interest rate swap* è un accordo contrattuale tra due parti per scambiarsi una serie di pagamenti a date prestabilite. Il nome discende dal fatto che tipicamente i pagamenti in uno *swap* sono simili ai pagamenti di interessi su un debito. Combinato con un'attività o una passività, uno *swap* può modificare le caratteristiche di rischio dell'attività o della passività cambiando il *cash flow* netto. Per esempio, una passività a tasso fisso può essere convertita in una passività a tasso variabile.

Al fine di determinare il prezzo di uno swap, si ricorre al principio secondo il quale il valore attuale della «gamba fissa» deve essere pari a quello della «gamba variabile». Data la curva dei rendimenti, è sufficiente trasformare i dati dello *swap* in flussi di cassa e poi scontare ad oggi tali flussi per determinare il valore attuale.

L'*interest rate swap* è costituito da due serie di flussi di cassa di segno opposto. Per calcolare il valore attuale del contratto è necessario individuare con esattezza tali flussi, attualizzarli uno per uno e sommarne poi il valore così ottenuto. Il risultato sarà il valore corrente dello *swap*.

Nello stesso modo in cui un *interest rate swap* può effettivamente cambiare la natura di un flusso di pagamenti da fisso a variabile, è possibile modificare la valuta sottostante attraverso il meccanismo

16) Currency Swap: scambio di valuta o permuta di valuta.

del *currency swap*.

La maggiore differenza tra un generico *interest rate swap* ed un generico *currency swap* consiste nel fatto che quest'ultimo richiede non solo lo scambio di pagamenti dei tassi di interesse ma anche lo scambio iniziale e finale di un principale. Lo scambio iniziale avviene all'inizio dello *swap*; lo scambio finale avviene alla data di scadenza dello *swap*. Dal momento che i pagamenti fatti dalle due parti sono in valute differenti, i pagamenti non vengono compensati fra loro.

3.1 SEGUE: GLI SWAP NELLA GESTIONE DEGLI ENTI TERRITORIALI

L'articolo 41 della legge 448 del 28 dicembre 2001 (legge finanziaria per il 2002) merita particolare attenzione in quanto dà la possibilità alla pubblica amministrazione di rinegoziare il debito attraverso strumenti di finanza derivata (come per esempio gli *swap*).

Per avere un quadro completo delle norme che hanno dato la possibilità agli Enti Territoriali di poter avvalersi di questi strumenti, bisogna partire dal decreto ministeriale 420 del 1996 di attuazione alla legge 724/94. In vero, il legislatore ha imposto agli operatori di avvalersi di un contratto di *currency swap*, per la copertura di rischi di cambio, qualora l'ente avesse optato di emettere titoli obbligazionari in valuta estere (oggi valuta diversa dall'Euro).

Successivamente, il legislatore vista la forte richiesta da parte degli enti di potersi avvalere anche di altre forme di *swap* e di gestire l'emissione del prestito obbligazionario con strumenti flessibili, è intervenuto con l'articolo 41 della legge 28 dicembre 2001 n° 448 che al comma 2 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".

Nella seconda parte del comma 2 si parla più esplicitamente della rinegozzazioni del debito tramite gli *swap*, infatti: “fermo restando quanto previsto nelle relative pattuizioni contrattuali, gli enti possono provvedere alla conversione dei mutui contratti successivamente al 31 dicembre 1996, anche mediante il collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione o rinegozzazioni, anche con altri istituti, dei mutui, in presenza di condizioni di rifinanziamento che consentano una riduzione del valore finanziario delle passività totali a carico degli enti stessi, al netto delle commissioni dell’eventuale retrocessione del gettito di imposta sostitutiva di cui all’art. 2 del decreto legislativo 1 aprile 1996, n° 239, e successive modificazioni”. Il ricorso alla rinegozzazione ai sensi dell’art. 41 è da inquadrare come conversione di mutui già stipulati e pertanto, non configurandosi come assunzione di un nuovo mutuo, non necessita della preventiva imputazione nel bilancio di previsione, ad esclusione degli eventuali benefici finanziari che potranno comportare variazioni nei bilanci dell’ente. La rimodulazione del debito ex art. 41, quindi, è coerente con il precetto costituzionale ex art. 119, in quanto non comporta aumento dello stock di debito a carico dell’Ente ma si concretizza nella conversione di passività già esistenti.

La piena autonomia finanziaria fondata su certezza di risorse proprie e trasferita riconosciuta agli Enti Locali ai sensi dell’art. 149 del decreto legislativo 267/2000, li legittima alla possibilità di utilizzare gli *swap* sui tassi di interesse e altri strumenti derivati.

Per quanto riguarda invece, lo Stato e le Regioni, che hanno delle proprie norme che permettono l’utilizzo degli strumenti derivati al fine di ristrutturare il proprio indebitamento¹⁷.

Gli enti territoriali sembra che siano sempre più proiettati nell’utilizzo di strumenti che sono propri della finanza privata e che hanno sicuramente contribuito a far crescere le aziende.

Fino ai primi anni ’90, infatti, non vi erano particolari problemi di gestione del debito per gli enti territoriali, in quanto le annualità

17) Cantieri, op. cit., pag 95.

erano sempre uguali e quasi sempre erano coperte da contributi statali. Successivamente al '90 stiamo assistendo ad un vero e proprio salasso per gli enti territoriali: riduzione dei trasferimenti, maggiori esigenze finanziarie per spendere la parte corrente dei bilanci pubblici, il patto di stabilità da dover rispettare, hanno dato vita alla necessità di riqualificare la gestione finanziaria degli enti pubblici. Da ciò, quindi, la necessità di gestire in maniera dinamica il debito avvalendosi di tutti gli strumenti coerenti con il quadro normativo economico ed istituzionale di cui sopra.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., "Le emissioni obbligazionarie degli enti locali", Il Sole -24 Ore, Milano, 1996.
- AA.VV., "Il rilancio degli investimenti pubblici attraverso l'utilizzo dei capitali privati. Il Project Financing", Franco Angeli, Milano, 1998.
- AA.VV., "Finanziare lo sviluppo locale", Il Mulino, Bologna, 1998.
- AA.VV., "Federalismo fiscale. Proposta per un modello italiano", Franco Angeli, Milano, 1996.
- AA.VV., "Primo rapporto sullo stato delle Autonomie Locali", Formez, Roma, 2002.
- AA.VV., "Cantieri, manuale di finanza innovativa per le amministrazioni pubbliche, Presidenza del Consiglio dei Ministri", Rubettino, Roma, 2003.
- AA.VV., "Federalismi e Costituzioni (a cura di Atripaldi-Bifulco), Torino, 2001.
- Amato "Finanza Funzionale", Giuffrè, Milano, 1958
- Amatucci A., "L'ordinamento giuridico della finanza pubblica", Novene, Napoli, 2004.
- Amatucci A., "Trattato di diritto tributario", Padova, 1994.
- Amatucci F., "Il Project Finance nelle aziende pubbliche", Egea, Milano, 2002.
- Anzoni, "I poteri delle Regioni dopo la riforma costituzionale, Torino, 2002.
- Artale – Pampana – Rasola, "Guida alla securitization", Bancaria Editrice, 2000, Roma.
- Bertolissi, "Identità e crisi dello Stato costituzionale in Italia", Padova, 2002.
- Boccia – Leopardi, "L'evoluzione della pubblica amministrazione italiana: strumenti di gestione manageriale efficace", Il Sole – 24Ore, Milano, 1997.

-
- Brunetti - Coda – Favorito, “Analisi, previsioni, simulazioni economico-finanziarie d’impresa”, ETASLIBRI, Milano, 1990.
 - Campobasso, “Diritto delle società”, UTET, Torino, 1997.
 - Caravita, “La costituzione dopo la riforma del titolo V”, Giappichelli, Torino, 2002.
 - Cirillo “Introduzione allo studio della tecnica bancaria e professionale”, CEDAM, Milano, 1998.
 - D’Amati, “Diritto Tributario, I, Bari, 2002.
 - D’Accò – Ferracci, “L’ordinamento finanziario e contabile degli Enti Locali”, C.E.L., Bergamo, 1998.
 - Dalla Rosa, “Finanziare gli investimenti negli Enti Locali”, IPSOA, Milano, 2001.
 - Bellesia, “Enti Locali analisi di bilanci”, IPSOA, Milano, 1998.
 - De Mita, “Principi di diritto tributario, Milano, 2002.
 - De Siervo – Ravetta – Ravetta, “Qualificazione, progettazione, sicurezza, project financing dopo la Merloni-ter”, Maggioli, Rimini, 1999.
 - De Sury “Il project finance- Principi guida per la realizzazione delle opere pubbliche”, EGA, Milano, 1995.
 - Di Renzo, “La programmazione annuale della spesa pubblica”, Giannini, Napoli, 1988.
 - Di Renzo, “L’ordinamento Finanziario regionale”, Editoriale Scientifica, Napoli, 1996.
 - Di Renzo, “Politiche e istituti della finanza pubblica nazionale e europea”, Academy School, Napoli, 2003.
 - Di Renzo – Piccirilli, “La finanza locale tra tradizione ed innovazione”, Academy School, Napoli, 2001.
 - Falini, “ La strategia economico-finanziaria degli enti locali”, Guerini Associati, Milano , 2000.
 - Fantozzi, “Il diritto tributario, 3° ed., Torino, 2003.

- Fava, "Project financing", Il Sole-24 ORE, Milano, 2002.
- Forlenza – Terracciano, "Regioni ed Enti Locali dopo la riforma costituzionale", Il Sole-24 ORE, Milano, 2002.
- Frascini, "La finanza comunale in Italia. Uno schema interpretativo", Franco Angeli, Milano, 1995.
- Imperatori, "Project financing: vantaggi, problemi, fattibilità", Il Sole-24 ORE, Milano, 1995.
- Lupi, "Diritto Tributario", 7° ed., Milano, 2000.
- Mangiameli, "La riforma del regionalismo italiano" Torino, 2002.
- Marini, "Il percorso innovativo della finanza in direzione del federalismo fiscale", edizione Formez, Roma, 2002.
- Monorchio, "La finanza pubblica italiana dopo la svolta del 1992", Il Mulino, Bologna, 1996.
- Perrone Capano, "L'imposizione e l'ambiente, in Trattata di Diritto Tributario (diretto da Amatucci), Annuario, Padova, 2001.
- Picchi., "Il nuovo economics & business", Zanichelli, Bologna, 1995.
- Pignati, "Le politiche di gestione della liquidità ed i nuovi strumenti finanziari degli enti locali", Maggioli, Rimini, 2001.
- Sobrio, "La finanza delle Regioni e degli Enti locali", Cacucci, Bari, 1983.
- Szego, - Varetto F., "Il rischio creditizio", UTET, Torino, 1999.
- Tesauro, "Istituzioni di diritto tributario", I, Torino, 2003.
- Tundo, "Contributo allo studio dell'autonomia dei Comuni"m Padova, 2002.
- Zucchella, "Progetti di investimenti ed innovazione strategica, organizzativa e finanziaria", Giuffrè, Milano, 1996.

RIVISTE

- Amorosino, "Il project financing", in Riv. Trim. App., n° 4, 1993, 238.
- Benfatti, "Obbligazioni degli enti locali. Un'opportunità tra molti vincoli", in Il Fisco, n° 33, 1996, 8051.
- Bellagamba, "Aspetti della concessione e del project financing", in Giust. It. Articoli e note, n° 2, 2001.
- Bettaccini – Monelli, "Interest rate swap: l'esperienza del comune di La Spezia", in Fin. & Tri., n° 8, 2000, 442.
- Bisio, "Le variazioni dei documenti di programmazione degli Enti locali", in Fin. Loc., 2001, 669.
- Boccaletti, "Riflessioni sul processo di programmazione degli Enti locali", in Fin. Loc., 2002, 151.
- Bordignon, "Riforme costituzionali e decentramento fiscale", Atti dell'intervento al Convegno Autonomie Locali dopo la riforma del titolo V, Bologna, 8 febbraio 2002.
- Bruzzo-Benatti, "La funzione anticongiunturale della finanza", in Fin. Loc., 2001, 1177.
- Caianiello, "Leasing pubblico", in Enciclopedia del Diritto, 1998, 490.
- Carnevale, "La cartolarizzazione dei crediti", in Dir. Della Banca e del Merc. Fin., n° luglio-settembre, 2002.
- Colella, "Nuove forme di finanziamento da parte di enti locali. L'emissione di titoli obbligazionari. Profili normativi ed operativi", in Riv. Amm., n° giugno, 1996, 646.
- Cossiga, "Relazione al Master in Finanza degli Enti Territoriali", organizzato dalla Commissione di Studio "Finanza e mercati finanziari" presieduta da Eduardo Maria Piccirilli dell'Ordine dei Dottori Commercialisti del Tribunale di Napoli, aprile 2004.
- D'Amati, "La ricostituzione dell'autonomia normativa degli Enti locali: aspetti normativi", in Riv. Dir. Trib., 1997, 687.
- De Carli, "Sussidiarietà e governo economico", Milano, 2002.

- De Marzo, “Finanza di progetto e Merloni ter”, in Urb. E App., n° 2, 1999, 126.
- Di Falco – Salvi, “L’Euro nell’amministrazione dell’azienda”, atti del convegno svoltosi a Torino, 11-12 dicembre 1998, 270.
- Gallo, “Prime osservazioni sul nuovo art. 119 della Costituzione”, in Rass. Trib., n° 2, 2002.
- Forzoni, “Alcune note sul federalismo”, in Riv. Banc., 2002, 43.
- Ladu, “Alla ricerca degli equilibri finanziari”, in Quad. Cost., 2001, 616.
- Leccisotti, “Considerazioni a margine del cosiddetto federalismo fiscale”, in Dir. Prat. Trib., 2002, I, 341.
- Lobuono, “Project financing e garanzie indirette”, in Riv. Trim. App., n° 2, 1994, pag. 431.
- Merloni, “Il destino dell’ordinamento degli Enti Locali (e del relativo testo unico) nel nuovo Titolo V della Costituzione”, in Le Reg., 2002, 409.
- Matteucci-Civitaresse, “L’autonomia istituzionale e normativa degli Enti Locali dopo la revisione del Titolo V, parte II, della Costituzione. Il caso dei controlli”, in Le Reg., 2002, 445.
- Morbidelli, “Realizzazione di opere pubbliche tramite contratti di leasing finanziario: profili procedurali”, in Riv. Trim. App., n° 5, 1998, 25.
- Mori, “Forme alternative di finanziamento degli Enti locali”, in Fin. Loc., 2002, 17.
- Renzi – Robotti, “L’Autonomia impositiva locale tra decentramento e federalismo”, in La Fin. Loc., n° 10, 1995
- Piccirilli, “Con l’attuazione del federalismo il Mezzogiorno partirebbe svantaggiato”, in Il Denaro, Napoli, 31 maggio 2002.
- Piccirilli, “Il project financing nello scenario giuridico italiano”, in Imp. Comm. Ind., n° 10, 2002, 1571.
- Piccirilli, “Gli strumenti alternativi di finanza locale: i BOC”, in Imp. Comm. Ind., n° 3, 2001.

- Porzio, "Relazione al Master in Finanza degli Enti Territoriali", organizzato dalla Commissione di Studio "Finanza e mercati finanziari" presieduta da Eduardo Maria Piccirilli dell'Ordine dei Dottori Commercialisti del Tribunale di Napoli, maggio 2005.

RIFERIMENTI NORMATIVI CITATI

- Legge 14 maggio 1881 n° 198
- Regio decreto del 15 ottobre 1881 n° 438
- R.D. 12 febbraio 1911, n° 297
- R.D. 4 febbraio 1915, n° 148
- R.D. 3 marzo 1934, n° 383
- Legge 27 gennaio del 1962 n° 7
- Legge 10 ottobre 1962 n° 1549
- Legge 16 maggio 1970, n° 281
- Legge 843/78
- Legge 26 aprile 1982 n° 181
- Decreto “Stammati 1”, convertito in legge nel 1977
- Decreto “Stammati 2”, Decreto legge 29 dicembre 1977
- Legge 51/82
- D.P.R. 902/86
- Legge 8 giugno 1990 n° 142
- Legge 158 del 1990
- Decreto legislativo 31 ottobre 1990 n. 310
- Legge 403 del 1990
- D.P.R. n° 406\91
- Legge 175\91
- Legge 498\92
- Decreti legislativo 358 del 1992
- Decreto legislativo 402/92
- Legge del 1992, la n. 421
- Decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 504
- D.P.R. n. 600/1993
- Legge 24 dicembre 1993, n° 537
- Decreto legislativo 1 settembre 1993 n° 385
- Legge 109/94
- D.P.R. n. 573/1994
- Legge 23 dicembre 1994, n° 724
- Legge 216\95
- Legge 265/99

-
- Legge 27 ottobre 1995 n° 437
 - Decreto legislativo n. 158/1995
 - Decreto legislativo 239/96.
 - Decreto legislativo 336 del giugno del 1996
 - Legge 1 aprile 1996, n° 239
 - Legge 59/97
 - Legge 140/1997
 - Legge 449/1997
 - Decreti legislativi 402 del 1998
 - Legge 415\98
 - Legge 23 dicembre 1998 n° 448
 - Legge 30 aprile 1999 n° 130
 - Legge 5 novembre 1999, n° 402
 - Legge 488/99
 - Decreto legislativo 76/2000
 - Decreto legislativo 18 agosto 2000 n° 267
 - Legge 21 novembre 2000, n° 342
 - Legge 388/2000
 - Legge 338 del 23 dicembre 2000
 - legge costituzionale n° 3 del 18 ottobre 2001
 - Legge 23 novembre 2001, n° 410
 - Legge 443\2001
 - Legge 448/2001
 - Legge 15 giugno 2002, n° 112
 - Legge 27 dicembre 2002, n° 289
 - Legge 166\2002
 - Circolare Ministeriale 18 febbraio 1999
 - Comunicazione Banca D'Italia del 23 agosto 2000 n° 194218
 - Decreto Ministeriale 277/99
 - Decreto Ministeriale 420/96
 - Direttiva CEE la n° 89\440

INDICE

Prefazione	» pag. 5
Introduzione	» 8
Capitolo I Lo sviluppo della finanza territoriale e il nuovo “sistema” giuridico	» 10
1. La funzione finanza: un problema di cultura	» 13
2. La funzione finanza nel sistema giuridico italiano	» 18
3. Il patto di stabilità e di crescita	» 22
4. Introduzione agli strumenti di finanziamento	» 27
Capitolo II L’indebitamento	» 31
1. Le fonti di finanziamento	» 33
2. I mutui	» 37
2.1 Segue: I mutui della cassa dd.pp.	» 40
2.2 Segue: I mutui degli altri istituti di crediti	» 42
3. Il prestito obbligazionario	» 45
3.1 Segue: Fonte normativa	» 46
3.2 Segue: Cenni storici	» 48
3.3 Segue: Gli enti emittenti	» 51
3.4 Segue: Le caratteristiche e i criteri dell’emissione	» 53
3.4.1 Segue: Le condizioni	» 54
3.4.2 Segue: Le caratteristiche	» 56
3.4.3 Segue: I criteri	» 58
3.5 Segue: Le garanzie	» 60
3.6 Segue: Il rating	» 62
3.7 Segue: La normativa fiscale	» 66
4. Il leasing	» 67
Capitolo III il Project Financing	» 73
1. Che cos’è il project financing	» 75
2. Il quadro normativo	» 78
3. I soggetti coinvolti	» 83

3.1	Segue: Il promotore	»	84
3.2	Segue: La societa' di progetto	»	86
3.3	Segue: Gli investitori	»	89
3.4	Segue: Il costruttore	»	91
4.	Il problema dei rischi	»	92
	Capitolo IV la cessione dei crediti e dei debiti	»	95
1.	La gestione del credito e del debito	»	97
2.	La cartolarizzazione nelle pubbliche amministrazioni	»	99
3.	Gli swap	»	108
3.1	Segue: Gli swap nella gestione degli enti territoriali	»	110
	Bibliografia	»	114
	Normativa di riferimento	»	120