







LIUC
Università Carlo Cattaneo
Facoltà di Economia

Laurea specialistica
in Amministrazione Aziendale e Libera Professione
A.A. 2017 / 2018

CORSO DI
Analisi Finanziaria degli Enti Pubblici
Materiale di Michelangelo Nigro

Le fonti di finanziamento – art. 199 Tuel

- a) entrate correnti destinate per legge agli investimenti;  ■ Proventi derivanti dalle sanzioni al Codice della Strada
- b) avanzi di bilancio, costituiti da eccedenze di entrate correnti rispetto alle spese correnti aumentate delle quote capitali di ammortamento dei prestiti;  ■ $Efcx \geq Sfcx + K$
- c) entrate derivanti dall'alienazione di beni e diritti patrimoniali, riscossioni di crediti, proventi da concessioni edilizie e relative sanzioni;  ■ Dismissione di beni (cartolarizzazione; art.84 Finanziaria 2003)
■ Riscossione di crediti
■ Oneri di urbanizzazione
- d) entrate derivanti da trasferimenti in conto capitale dello Stato, delle regioni, da altri interventi pubblici e privati finalizzati agli investimenti, da interventi finalizzati da parte di organismi comunitari e internazionali;  ■ Contributo di Stato, regioni e Unione Europea per spese di investimento programmate
- e) avanzo di amministrazione, nelle forme disciplinate dall'articolo 187;  ■ Fondo di cassa aumentato dei residui attivi e diminuito dei residui passivi
- f) mutui passivi;  ■ Credito ordinario e BEI
■ Cassa depositi e prestiti
- g) altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge.  ■ Prestiti obbligazionari
■ Leasing finanziario
■ Aperture di credito e BEI

Nozione di debito pubblico

- Lo Stato e gli altri enti pubblici possono finanziarsi prendendo a prestito capitali sui mercati finanziari nazionali e internazionali
- Il costo del debito pubblico è espresso dal tasso di interesse remunerato ai sottoscrittori
- Il costo del debito può essere condizionato dalla valutazione del merito di credito (rating)

Debito pubblico e investimenti

- In attuazione del 6° comma dell' art. 119 della Costituzione, in base al quale è possibile indebitarsi solo per finanziare spese di investimento, la Legge Finanziaria del 2004 (art. 3, c. 16 – 21) ha stabilito:
 - Chi può indebitarsi
 - Cosa si intende per debito
 - Cosa si intende per investimento
- Le condizioni per l' indebitamento

La Finanziaria 2004 e il debito (1 ...)

- La definizione del debito e degli investimenti (art. 3, c. 16-21):
 - Possono ricorrere al debito (Ambito soggettivo):
 - regioni a statuto ordinario,
 - comuni,
 - province,
 - città metropolitane,
 - comunità montane e isolate,
 - unioni di comuni,
 - consorzi cui partecipano enti locali (con esclusione di quelli che gestiscono attività aventi rilevanza economica ed imprenditoriale),
 - regioni a statuto speciale e province autonome,
 - aziende speciali e istituzioni;
 - fanno eccezione le società di capitali costituite per l'esercizio di servizi pubblici.

La Finanziaria 2004 e il debito (... 2)

Sono considerate operazioni di debito *:

- assunzione di mutui
- emissione di prestiti obbligazionari
- cartolarizzazioni di flussi futuri di entrata
- cartolarizzazioni con corrispettivo iniziale inferiore all' 85 per cento del prezzo di mercato
- cartolarizzazioni con garanzie fornite da altre amministrazioni pubbliche
- cartolarizzazioni di crediti vantati verso altre amministrazioni pubbliche
- Up – front concessi su operazioni di derivati

* Il testo è stato modificato dalla Finanziaria 2007, art. 1, commi 739 e 740 e L. n. 203/2008, art. 3

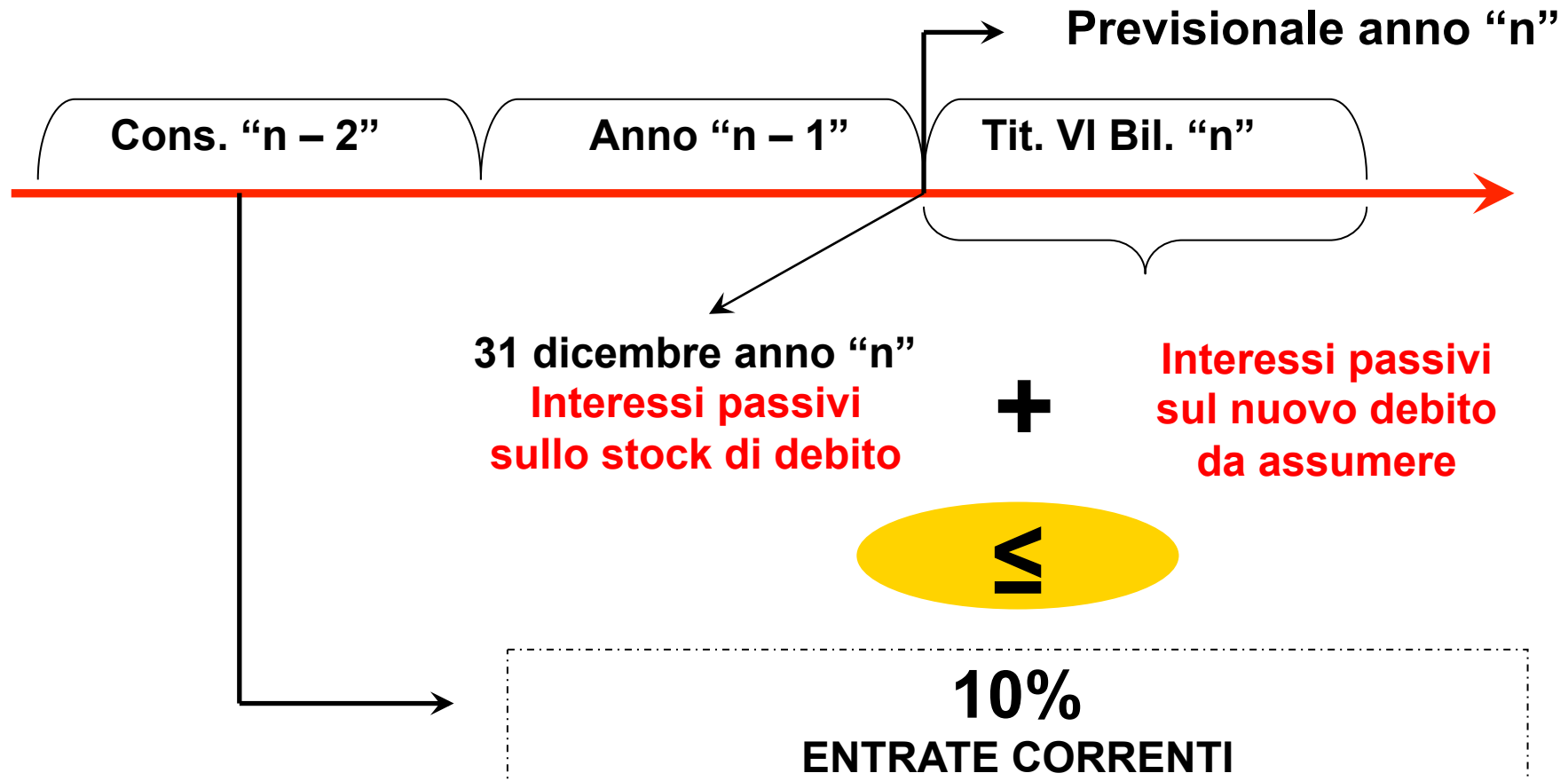
La Finanziaria 2004 e gli investimenti

- Ai fini di cui all' articolo 119, sesto comma, della Costituzione, costituiscono investimenti:
- a) l' acquisto, la costruzione, la ristrutturazione e la manutenzione straordinaria di beni immobili, costituiti da fabbricati sia residenziali che non residenziali;
- b) la costruzione, la demolizione, la ristrutturazione, il recupero e la manutenzione straordinaria di opere e impianti;
- c) l' acquisto di impianti, macchinari, attrezzature tecnico-scientifiche, mezzi di trasporto e altri beni mobili ad utilizzo pluriennale;
- d) gli oneri per beni immateriali ad utilizzo pluriennale;
- e) l' acquisizione di aree, espropri e servitù onerose;
- f) le partecipazioni azionarie e i conferimenti di capitale, nei limiti della facoltà di partecipazione concessa ai singoli enti mutuatari dai rispettivi ordinamenti;
- g) i trasferimenti in conto capitale destinati specificamente alla realizzazione degli investimenti a cura di un altro ente od organismo appartenente al settore delle pubbliche amministrazioni;
- h) i trasferimenti in conto capitale in favore di soggetti concessionari di lavori pubblici o di proprietari o gestori di impianti, di reti o di dotazioni funzionali all' erogazione di servizi pubblici o di soggetti che erogano servizi pubblici, le cui concessioni o contratti di servizio prevedono la retrocessione degli investimenti agli enti committenti alla loro scadenza, anche anticipata. In tale fattispecie rientra l' intervento finanziario a favore del concessionario di cui al comma 2 dell' articolo 19 della legge 11 febbraio 1994, n. 109;
- i) gli interventi contenuti in programmi generali relativi a piani urbanistici attuativi, esecutivi, dichiarati di preminente interesse regionale aventi finalità pubblica volti al recupero e alla valorizzazione del territorio.

La capacità di indebitamento articolo 204 del TUEL

- Oltre al rispetto delle condizioni di cui all'articolo 203, l'ente locale può assumere nuovi mutui e accedere ad altre forme di finanziamento reperibili sul mercato solo se l'importo annuale degli interessi, sommato a quello dei mutui precedentemente contratti, a quello dei prestiti obbligazionari precedentemente emessi, a quello delle aperture di credito stipulate e a quello derivante da garanzie prestate ai sensi dell'articolo 207, al netto dei contributi statali e regionali in conto interessi, non supera il 12 per cento, per l'anno 2011, e l'**8 per cento, per gli anni dal 2012 al 2014, e il 10%, a decorrere dall'anno 2015**, delle entrate relative ai primi tre titoli delle entrate del rendiconto del penultimo anno precedente quello in cui viene prevista l'assunzione dei mutui.
- **L' articolo 204 è stato rivisto più volte, da ultimo, con l' art. 1, comma 539, della L. n. 190/2014 (legge di stabilità 2015)**

Il limite per il ricorso al debito



Le analisi finanziarie delle agenzie di rating

- Si definisce **rating** quel processo di analisi e valutazione, fatta da un'agenzia indipendente, sulla capacità di un ente di far fronte alle obbligazioni di natura finanziaria
- Attraverso una scala di rating viene individuato il merito di credito dell'ente e la sua affidabilità finanziaria nel rimborso dei propri debiti

Le agenzie internazionali di rating

- Attualmente sul mercato sono presenti diverse agenzie domestiche e internazionali, ma quelle riconosciute a livello internazionale e più presenti nella finanza locale sono:
 - Moody's
 - Standard & Poor's
 - FitchRatings

Il ricorso al rating

- Il ricorso al rating da parte degli enti territoriali è diventato, per certi versi, indispensabile per affrontare una serie di operazioni che richiedono l'accesso ai mercati finanziari
- Il rating rappresenta un veicolo di fondamentale importanza e necessità per approdare sui mercati nel miglior modo possibile

Il processo di rating, gli elementi valutati

- Le agenzie di rating, per poter definire il grado di affidabilità di un'amministrazione pubblica, valutano:
 - il bilancio (non meno di 6 annualità, di cui 3 Consuntivi e il bilancio triennale)
 - la flessibilità sul fronte delle politiche fiscali e tariffarie
 - la struttura del debito
 - il modello di programmazione degli investimenti
 - la capacità di realizzazione degli investimenti
 - il management presente nella struttura
 - le strategie di rilancio delle aziende pubbliche
 - l'affidabilità del contesto politico istituzionale

I benefici derivanti dal rating

- Il risultato più immediato che un'amministrazione pubblica ottiene attraverso un "voto" espresso da un'agenzia di rating, è quello di beneficiare di notevoli risparmi nella raccolta di capitali presso i mercati finanziari
- Non da ultimo, sul piano del marketing e della comunicazione, l'amministrazione acquisisce una maggiore visibilità internazionale

La valutazione di rating

- La valutazione è fatta utilizzando una scala graduata di semplice comprensione e valida a livello internazionale, attraverso la quale è possibile individuare il merito di credito dell'ente valutato
- La simbologia utilizzata dalle tre agenzie di rating è molto simile. Qui di seguito si specifica la scala adottata da **Moody's**:
 - Le categorie sono nove, passando dal minor rischio (valutato con "Aaa") al maggior rischio (valutato con "C"). Considerato che il rating misura la capacità di onorare il debito, questa è la definizione attribuita alle diverse valutazioni, tenendo conto che le categorie che vanno dalla "Aaa" alla "Baa" fanno parte della fascia cosiddetta "investimento" e che dalla "Ba" alla "C" rientrano nella fascia cosiddetta "speculativa"

La scala di rating di Moody's

Aaa	Massima qualità e rischio di credito minimo
Aa	Qualità elevata e rischio di credito molto remoto
A	Livello medio – alto e rischio di credito remoto
Baa	Livello intermedio e rischio di credito contenuto
Ba	Presenza di elementi speculativi e rischio di credito considerevole
B	Speculazione e rischio di credito elevato
Caa	Scarsa affidabilità e rischio di credito molto elevato
Ca	Altamente speculativo con probabilità di insolvenza
C	Tradizionalmente insolute con scarsa probabilità di recupero di capitale e interessi

... la scala di rating di Moody's

- A ciascuno dei gradi compresi tra “Aa” e “Caa” vengono aggiunti i numeri 1, 2, e 3, che denotano delle diverse sfumature all'interno della stessa categoria:

□ <u>Aa1</u>	<u>Aa2</u>	<u>Aa3</u>
□ <u>A1</u>	<u>A2</u>	<u>A3</u>
□ <u>Baa1</u>	<u>Baa2</u>	<u>Baa3</u>
□ <u>... ..</u>		
□ <u>Caa1</u>	<u>Caa2</u>	<u>Caa3</u>

- Il numero “1” rappresenta l'estremo superiore della categoria di appartenenza; il numero “2” rappresenta la fascia intermedia; il numero “3” si posiziona sull'estremità inferiore

Le fonti di finanziamento ordinarie e straordinarie

- Mutui e Prestiti (IFM e Cdp)
- Emissioni Obbligazionarie
- Aperture di credito
- Banca Europea degli Investimenti (BEI)
- Leasing finanziario

La Cassa depositi e prestiti S.p.A.

- **La missione della CDP** CDP, Istituto Nazionale di Promozione, svolge il suo ruolo istituzionale a sostegno dell'economia italiana, operando secondo criteri di sostenibilità e di interesse pubblico.
- Creata nel 1850 come istituto destinato a ricevere i depositi quale “luogo di fede pubblica”, CDP ha visto il suo ruolo cambiare nel tempo, assumendo, nell'ultimo decennio, una funzione centrale nelle politiche industriali dell'Italia.
- Da istituto nato a supporto dell'economia pubblica italiana, prevalentemente con il finanziamento degli Enti pubblici, CDP ha allargato il suo perimetro d'azione, fino a raggiungere il settore privato, operando sempre in un'ottica di sviluppo di medio-lungo termine.
- I ruoli che CDP può ricoprire sono molteplici, dal finanziatore ad anchor investor, puntando a strumenti sempre più innovativi e flessibili per adattarsi alle esigenze degli investimenti.

La Cdp, una banca d'affari

- Il capitale sociale è di 3,5 mld. di euro
 - 82,77% Ministero economia e finanze
 - 15,93% Fondazioni bancarie
 - 1,30% Azioni proprie

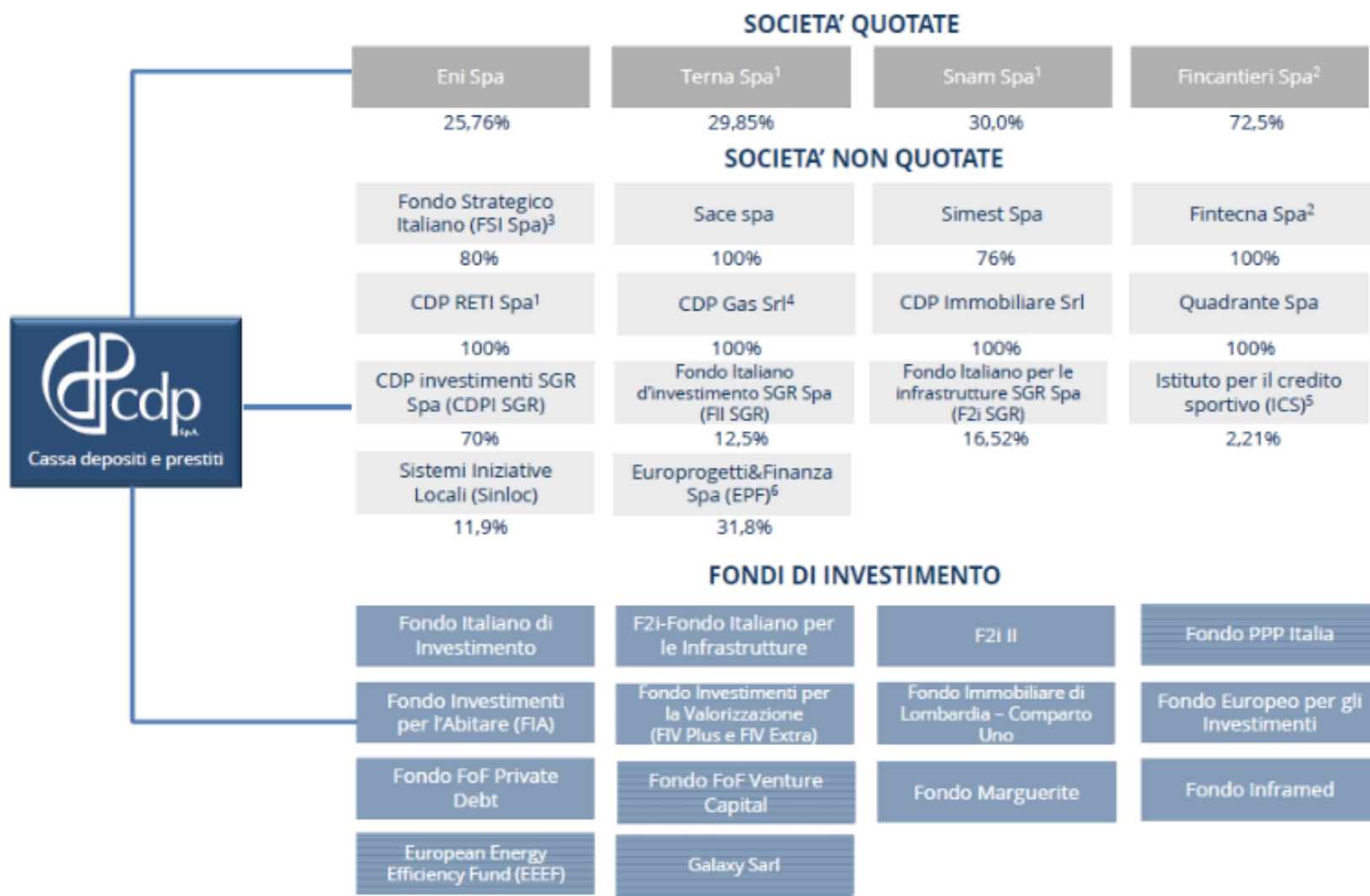
Raccolta postale e Utili della Cdp

■ La raccolta postale

- 2004: € 100 mld.
- 2005: € 123 mld.
- 2006: € 145 mld.
- 2007: € 157 mld.
- 2008: € 175 mld.
- 2009: € 191 mld.
- 2010: € 207 mld.
- 2011: € 218 mld.
- 2012: € 234 mld.
- 2013: € 291 mld.
- 2014: € 325 mld.
- 2015: € 323 mld.
- 2016: € 332 mld.

■ Gli utili

- 2004: € 0,286 mld.
- 2005: € 1,6 mld.
- 2006: € 1,9 mld.
- 2007: € 1,4 mld.
- 2008: € 1,4 mld.
- 2009: € 1,7 mld.
- 2010: € 2,7 mld.
- 2011: € 1,6 mld.
- 2012: € 2,8 mld.
- 2013: € 2,3 mld.
- 2014: € 2,2 mld.
- 2015: € 0,9 mld.
- 2016: € 1,7 mld.



1) Attraverso CDP RETI Spa, CDP possiede una quota partecipativa pari al 30,00003% del capitale sociale votante di Snam Spa e una quota partecipativa pari al 29,851% del capitale sociale di TERNA Spa

(2) Attraverso Fintecna Spa, CDP detiene il 72,5% dei titoli azionari di Fincantieri Spa

(3) Gruppo CDP


(4) CDP Gas Srl possiede una quota partecipativa pari al 84,47% del capitale sociale di: Trans Austria Gasleitung GmbH (TAG)

(5) Quota di partecipazione dal 19-04-2014 in ICS, banca pubblica residua ai sensi del art. 151 TUB ed Ente di diritto pubblico con gestione autonoma

(6) In liquidazione

Cdp, i mutui per gli enti territoriali

Circolare 1255/2005: i nuovi prodotti della Cdp S.p.A.



CONCORRENZA AL SISTEMA BANCARIO: SLEALE ?

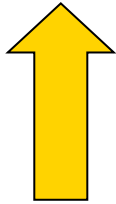


Circolare 1257/2005: le nuove strategie della Cdp S.p.A.

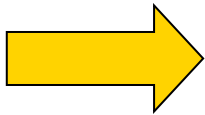
I finanziamenti della Cdp S.p.A.

- La natura contrattuale del prestito
- Le procedure di finanziamento:
 - Istruttoria
 - Perfezionamento del contratto
- L'ambito oggettivo:
 - Opere e lavori pubblici
 - Immobili (acquisti e ristrutturazioni)
 - Acquisto beni mobili (impianti, macchinari, attrezzature tecnico scientifiche, mezzi di trasporto, altri beni mobili ad utilizzo pluriennale)
 - Programmi di investimento per il recupero e la valorizzazione del territorio
 - Trasferimenti in conto capitale
 - Conferimenti di capitale e partecipazioni azionarie
 - Incarichi professionali esterni e beni immateriali ad utilizzo pluriennale
 - Programmi di investimento
- La durata: da 5 a 29 anni
- I tassi: fissi e variabili
- Le modifiche contrattuali: estinzione anticipata, riduzione dell'importo, diverso utilizzo, cessione totale o parziale del contratto, risoluzione del contratto

Le strategie della Cdp, in sintesi



Riposizionamento sul mercato degli enti locali



Supporto alle politiche del MEF per
la riduzione del debito



Concorrenza al sistema bancario

Elementi di criticità, la Cdp

- La Cdp è ormai diventata una S.p.A.. Sarebbe più corretto estendere anche alla Cdp l' applicazione delle procedure di evidenza pubblica per l' accesso al credito
- Tassi applicati sui mutui sovradimensionati, visto il ruolo della Cdp
- A fronte di utili così elevati, si dovrebbe ridurre:
 - il costo della raccolta, magari agganciandolo al tasso unico di riferimento
 - ridurre drasticamente il costo delle penali di estinzione anticipata
- Bisognerebbe rivedere il sistema delle erogazioni e degli interessi di retrocessione sulle giacenze

I prestiti con il sistema creditizio

- Con il D.MEF 22 marzo 2017 la struttura dei tassi massimi applicabili agli enti locali da parte del sistema creditizio si è adeguato alla situazione dei mercati
- **Per i mutui a tasso fisso:**
 - Durata fino a 10 anni: IRS 7Y + 1,30%
 - Durata fino a 15 anni: IRS 10Y + 1,85%
 - Durata fino a 20 anni: IRS 12Y + 2,10%
 - Durata fino a 25 anni: IRS 15Y + 2,20%
 - Durata oltre i 25 anni: IRS 20Y + 2,30%

Per IRS si intende il tasso lettera verso Euribor a sei mesi fissato a Francoforte alle ore 11,00 del giorno precedente la stipula del contratto

- **Per i mutui a tasso variabile:**
 - Durata fino a 10 anni: Euribor 6m + 1,30%
 - Durata fino a 15 anni: Euribor 6m + 1,85%
 - Durata fino a 20 anni: Euribor 6m + 2,10%
 - Durata fino a 25 anni: Euribor 6m + 2,25%
 - Durata oltre i 25 anni: Euribor 6m + 2,35%

Il tasso Euribor a sei mesi è rilevato due giorni lavorativi antecedenti la data di decorrenza di ciascun periodo di interessi

Elementi di criticità contingenti del sistema creditizio

- Il valore dei tassi è oggi fortemente condizionato dalla crisi dei mercati finanziari
- A fronte di un tasso BCE dello 0,00% (modificato il 10 marzo 2016), i tassi offerti al sistema pubblico sono ancora sovradimensionati
- La crisi del sistema ha fatto emergere la fragilità del rapporto enti territoriali / sistema creditizio
- L'IRS, quale parametro di riferimento, si è rilevato inadeguato
- Forse sarebbe il caso di utilizzare il tasso BCE come base di definizione del tasso finale

I Prestiti Obbligazionari nel sistema pubblico locale

- L. 8 giugno 1990 n.142 art.32, comma 2, *lett.i*)
- L. 23 dicembre 1994 n.724, artt.35 e 37
- Regolamenti attuativi: D.M.T. 29 gennaio 1996 n. 152 sostituito dal D.M.T. 5 luglio 1996 n.420
- Regime fiscale: D.lgs.1 aprile 1996 n.239; Circolare 360/E del 23 settembre '96, modificato dall' articolo 27 del Collegato Fiscale alla Finanziaria 2000 (L. 342/00); Finanziaria 2006, art.1, comma163
- Quotazione in Borsa: D.M.T. 8 agosto 1996 n.457
- Sistema di rimborso: Legge Finanziaria 2002 (L. 448/2001), art.41; DME 1 dicembre 2003, n.389 (GU 4 febbraio '04)
- Legge 203/2008: modifica la L.448/01

Requisiti soggettivi

- Regioni
- Province
- Comuni
- Unioni di comuni
- Città metropolitane
- Comunità montane
- Consorzi tra enti locali

Le condizioni per l' emissione (1)

- L'emissione di prestiti obbligazionari deve essere destinata esclusivamente al finanziamento degli investimenti
- E' fatto divieto di emettere prestiti obbligazionari per finanziare spese di parte corrente
- I titoli sono garantiti dalla Delegazione di pagamento

Le condizioni per l' emissione (2)

- Le unioni di comuni, le comunità montane e i consorzi tra enti locali devono richiedere agli enti locali territoriali, che ne fanno parte, l'autorizzazione all'emissione dei prestiti obbligazionari
- Gli enti locali territoriali, anche nel caso in cui partecipino a consorzi o unioni di comuni, non devono trovarsi in situazione di dissesto o in situazioni strutturalmente deficitarie, salvo la deroga dell' articolo 37

Indebitamento degli enti locali dissestati (art. 37, L.724/1994)

- Gli enti locali territoriali possono procedere all'emissione di prestiti obbligazionari purché:
 - 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 dei consorzi per la quota a carico del singolo ente locale interessato.
-

Le condizioni per l' emissione (3)

- Nessun prestito può essere emesso se dal conto consuntivo del penultimo esercizio risulti un disavanzo di amministrazione e se non sia stato deliberato il bilancio di previsione dell'esercizio in cui è prevista l'emissione del prestito
- L' ammontare del prestito non può superare il valore del progetto. Può invece essere inferiore, purché siano indicate le altre risorse da cui attingere i capitali necessari alla realizzazione dell' opera

Le condizioni per l' emissione (4)

- Condizioni di bilancio: approvazione del consuntivo del penultimo esercizio, indicazione dell' emissione sul bilancio di previsione annuale e pluriennale (variazioni di bilancio)
- Gli interessi concorrono a tutti gli effetti alla determinazione del limite di indebitamento stabilito dalla normativa vigente per le rispettive tipologie di enti emittenti
- La durata del prestito obbligazionario non può essere inferiore a cinque anni, **né può essere superiore a 30 anni (art.62, co.2 della L. 112/08, così come modificata dall' art.3 della L.203/08)**
- In caso di prestiti emessi da un'unione di comuni o da consorzi tra enti locali territoriali, la data di estinzione non può essere successiva a quella in cui è previsto lo scioglimento dell'unione o del consorzio

Le condizioni per l' emissione (5)

- Le obbligazioni possono essere ordinarie, convertibili o con warrant in azioni di società possedute dagli enti locali
- Le cedole possono essere trimestrali, semestrali o annuali
- Il prestito obbligazionario verrà collocato alla pari e gli interessi potranno essere corrisposti, con cedole annue, semestrali o trimestrali, a tasso fisso o a tasso variabile (il sistema del collocamento alla pari è stato abrogato dall' art.41 della Finanziaria 2002)

La delibera di emissione

- La delibera dell'ente emittente di approvazione del prestito deve indicare l'investimento da realizzare, l'importo complessivo, la durata e le modalità di rimborso e deve essere corredata del relativo piano di ammortamento finanziario
- Il rimborso anticipato del prestito, ove previsto, può essere effettuato esclusivamente con fondi provenienti dalla dismissione di cespiti patrimoniali disponibili

La procedura

- L'ente emittente si avvale per il collocamento del servizio del prestito di intermediari autorizzati dalla normativa nazionale o comunitaria
- E' vietata ogni forma di garanzia a carico dello Stato; è vietata altresì ogni forma di garanzia delle regioni per prestiti emessi da enti locali
- L'ente emittente può richiedere la quotazione ufficiale dei propri titoli sul mercato secondario interno ed estero

Procedura per la raccolta del risparmio: il collocamento

- **Collocamento a fermo:** l'intermediario si impegna a sottoscrivere l'intero ammontare del prestito, garantendo l'esito positivo dell'operazione
- **Collocamento con Offerta Pubblica di Sottoscrizione (OPS):** i titoli vengono sottoscritti direttamente dal mercato dei risparmiatori; solo per le quote non eventualmente acquistate interviene l'intermediario

Modalità di rimborso

- Ammortamento francese a rata costante:
 - capitale crescente e interessi decrescenti
- Ammortamento italiano a quota di capitale costante
 - interessi decrescenti e rata decrescente
- **Ammortamento bullet con rimborso unico**
 - **rimborso periodico degli interessi e versamento del capitale in un sinking fund**
 - **L' AMMORTAMENTO BULLET E' STATO ABROGATO DALL' ART.62, CO.2 DELLA L.112/08, COSI' COME MODIFICATO DALL' ART.3 DELLA L.203/08**

Il rimborso Bullet secondo la Finanziaria 2002 (ABROGATO, L.203/08)

- ❑ L'art.41 della L.448/2001 (L. Finanziaria 2002) stabiliva la possibilità di **emettere titoli obbligazionari** con rimborso del capitale in un' unica soluzione alla scadenza (rimborso bullet), previa costituzione di un fondo di ammortamento per il ripiano del debito
- ❑ Con il rimborso bullet, l' ente versava gli interessi passivi al creditore, ma le quote di capitale venivano accantonate in un fondo creato e gestito fuori dal sistema di Tesoreria Unica
- ❑ **In termini di bilancio**, l' onere finanziario si rilevava nell' Intervento 6 della classificazione economico-funzionale, la quota di capitale incideva sul Titolo III delle Spese per rimborso di mutui e prestiti, ma con destinazione specifica nel fondo che gli americani chiamano Sinking Fund

Il regolamento sui derivati e bullet

DME 1 dicembre 2003, n.389

- Articolo 2
 - Comma 1. I contratti relativi alla gestione di un fondo per l'ammortamento del capitale da rimborsare o, alternativamente, per la conclusione di uno swap per l'ammortamento del debito, di cui all'articolo 41, comma 2, della legge 28 dicembre 2001, n. 448, possono essere conclusi soltanto con intermediari contraddistinti da adeguato merito di credito, così come certificato da agenzie di rating riconosciute a livello internazionale.
 - Comma 2. Le somme accantonate nel fondo di ammortamento potranno essere investite esclusivamente in titoli obbligazionari di enti e amministrazioni pubbliche nonché di società a partecipazione pubblica di Stati appartenenti all'Unione europea.
- **TALE DISPOSIZIONE NON TROVA PIU' APPLICAZIONE A SEGUITO DELL' ABROGAZIONE DEL RIMBORSO BULLET**

Il Rendimento di Boc, Bop e Bor (1)

- Il rendimento può essere a tasso fisso o a tasso variabile
- Il rendimento effettivo al lordo di imposta per i sottoscrittori del prestito non dovrà essere superiore, al momento della emissione, al rendimento lordo dei titoli di Stato di pari durata emessi nel mese precedente maggiorato di un punto
- Ove in tale periodo non vi fossero state emissioni della specie si farà riferimento al rendimento dei titoli di Stato esistenti sul mercato con vita residua più vicina a quella delle obbligazioni da emettere maggiorato di un punto

Il Rendimento di Boc, Bop e Bor (2)

- Nel caso in cui il prestito sia emesso a tasso variabile sul mercato interno, le cedole successive alla prima saranno determinate utilizzando come parametro di riferimento il rendimento all'emissione dei BOT trimestrali, semestrali o annuali o, in alternativa, l'Euribor a 3, 6 e 12 mesi, rispettivamente nel caso di periodicità trimestrale, semestrale o annuale delle cedole
- Per i prestiti a tasso variabile emessi sul mercato estero e per quelli in valuta il parametro di riferimento per le cedole successive alla prima sarà il "London Interbank Offered Rate" (LIBOR) a 3, 6 e 12 mesi, rispettivamente nel caso di periodicità trimestrale, semestrale ed annuale delle cedole
- Le modalità di determinazione delle cedole indicizzate, ivi compresa l'eventuale applicazione della maggiorazione sui menzionati parametri, che non potrà risultare superiore ad un punto percentuale annuo, devono essere indicate nella delibera di emissione del prestito

Il Rendimento di Boc, Bop e Bor (3)

- Gli enti emittenti devono operare una ritenuta del 12,50 per cento a titolo di imposta sugli interessi, premi od altri frutti corrisposti ai possessori
- PRIMA DELLA FINANZIARIA 2006: Il 50% del gettito della ritenuta viene retrocesso agli enti emittenti
- Con la Finanziaria 2006, art.1, comma 163: si ritorna alla definizione di soggetti nettisti e lordisti

I costi di un' emissione

- Tasso fisso o variabile
- Commissione 0,1% del valore nominale da versare in un capitolo del bilancio dello Stato
- Commissione di intermediazione non superiore allo 0,5% del valore nominale
- Per la copertura del rischio di cambio tutti i prestiti in valuta estera devono essere accompagnati, al momento dell'emissione, da una corrispondente operazione di swap (currency swap)

Gli altri costi

- Eventuali costi di certificazione di bilancio
- Costi per la stampa e la pubblicità
- Costi per l'eventuale assegnazione del rating
- Costi di copertura del rischio tassi (swap) per garantire la conversione di tassi fissi in tassi variabili e viceversa

I vantaggi economici dei Boc

- Il recupero certo dell' imposta del 12,50% sull' ammontare complessivo degli interessi passivi del prestito obbligazionario, solo se sottoscritti da nettisti
- Rendimento delle giacenze
- Rendimento del fondo di accantonamento nel caso di rimborso Bullet (per i contratti in essere)

I Prestiti Obbligazionari, le criticità

- Il rendimento effettivo al lordo di imposta per i sottoscrittori del prestito non dovrà essere superiore, al momento della emissione, al rendimento lordo dei titoli di Stato di pari durata emessi nel mese precedente maggiorato di un punto. Il sistema di rilevazione dei tassi **APPARE ORMAI SUPERATO**
- In caso di emissione sotto o sopra la pari, non è stato ancora definito il corretto metodo di contabilizzazione degli scarti di emissione
- Sul recupero dell'imposta sostitutiva (contabilizzata nel Titolo I delle Entrate tributarie – Categoria 1 delle Imposte), con la Finanziaria 2006 si è tornati indietro di 10 anni. **GLI ENTI NON HANNO PIU' TRACCIA DEL VANTAGGIO FISCALE**
- Lo Stato continua ad applicare la commissione dello 0,1% del valore nominale del prestito. **A CHE TITOLO ?**

Modelli di indebitamento a confronto

- Analisi dei principali elementi di comparazione:
 - Condizioni giuridiche per l'indebitamento
 - Procedure amministrative di indebitamento
 - Tempi necessari per l'assunzione del debito
 - Condizioni economiche e finanziarie
 - Struttura del piano di ammortamento
 - Durata del piano di rimborso e periodicità delle rate
 - Tipologia di rimborso: francese, italiano, **americano (abrogato)**
 - Tipologia di tasso: fisso, variabile
 - Costo dell'indebitamento
 - Flussi negativi e positivi legati al debito

Condizioni giuridiche per l'indebitamento

- Sia i prestiti **Cdp**, sia quelli assunti con il **sistema creditizio**, sia i **prestiti obbligazionari (P.O.)**, sia altrettanto le aperture di credito, sono soggette tutte indistintamente alle norme previste dal TUEL:
 - Approvazione del preventivo dell'esercizio corrente
 - Approvazione del consuntivo del penultimo esercizio
 - Rispetto del limite di indebitamento art. 204
- Per ciascuno dei prodotti finanziari si fa poi riferimento alle specifiche norme che ne disciplinano i meccanismi di funzionamento e gli aspetti economici e finanziari

Procedure amministrative di indebitamento

- Da un punto di vista procedurale, per la **Cassa depositi e prestiti** non è, attualmente, prevista nessuna particolare procedura di evidenza pubblica; l'assunzione del prestito è dettata dalla Circolare 1255 del 2005
- Per l'assunzione di **prestiti con il sistema creditizio** e per le **emissioni obbligazionarie** sono previste procedure di evidenza pubblica, quali ad esempio le indagini di mercato (si veda il nuovo codice degli appalti del Luglio 2006)

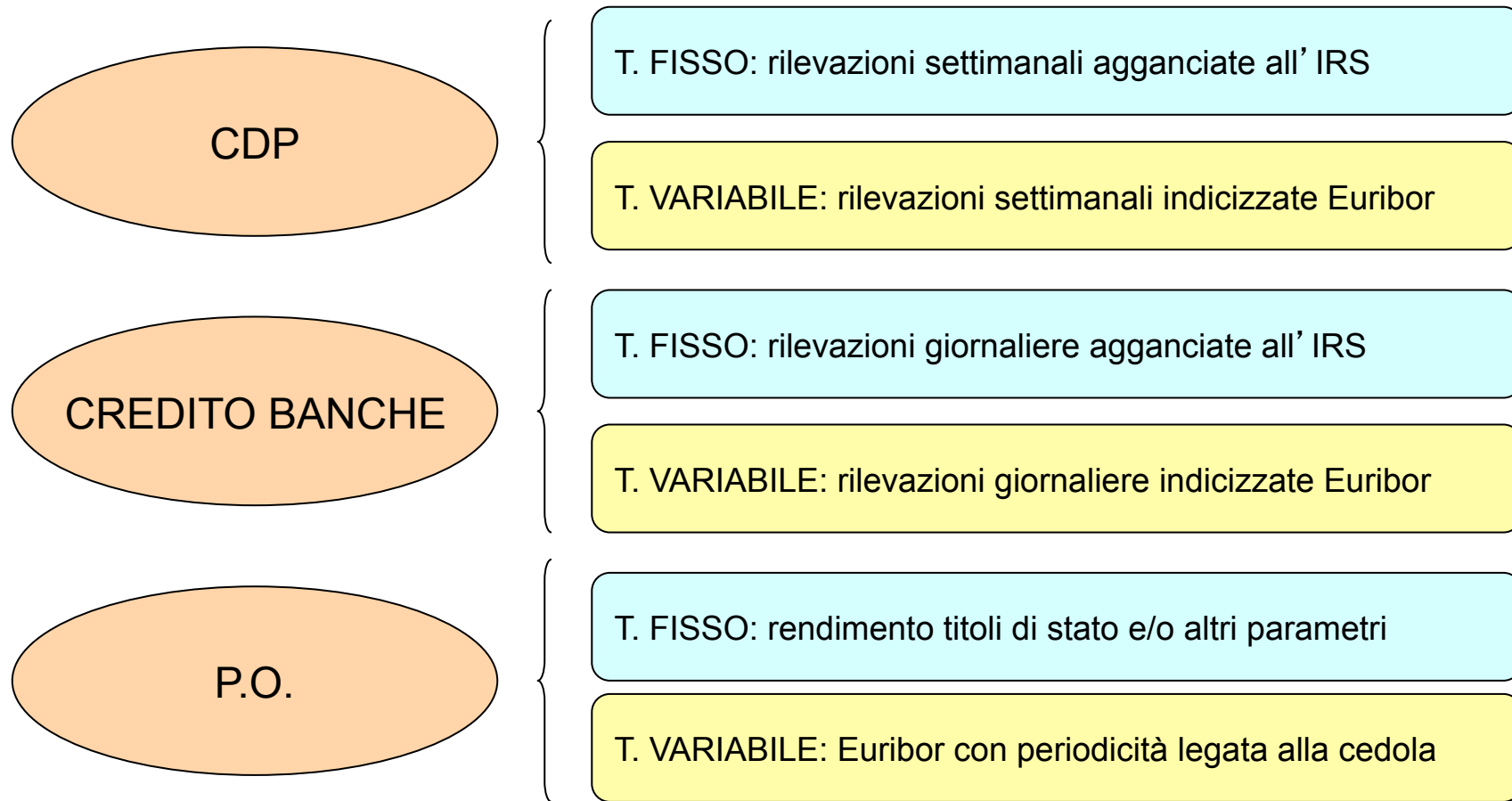
Tempi necessari per l'assunzione del debito

- Il tempo necessario per l'assunzione di un prestito con la **Cdp** è formalmente regolato dalle norme della Circolare 1255 del 2005; mediamente dalla domanda di prestito alla definitiva firma contrattuale trascorrono circa 30 giorni
- Alla luce dell'indagine di mercato per la individuazione del partner finanziario, i tempi necessari per chiudere un **prestito con il sistema creditizio** o per collocare un **prestito obbligazionario**, possono oscillare tra i 20 e i 40 giorni

Condizioni economiche e finanziarie

- In termini di **DURATA** ormai non ci sono più differenze tra i diversi prodotti finanziari, si va da un minimo di 5 anni ad un massimo di 30 anni; la periodicità del rimborso sia per la **Cdp** che per il **sistema creditizio** è semestrale con scadenza il 30 giugno e il 31 dicembre; per le **emissioni obbligazionarie** può essere trimestrale, semestrale e annuale e dipende dalla data di firma del contratto (generalmente anche i prestiti obbligazionari si adeguano alle scadenze di giugno e dicembre)
- Il **PIANO DI AMMORTAMENTO** può essere di tipo francese o italiano :
 - **Francese**, rata costante con capitale crescente e interessi decrescenti
 - **Italiano**, rata decrescente con capitale costante e interessi decrescenti
- Il **TASSO** può essere sia fisso che variabile per i vari prodotti finanziari

Costo dell'indebitamento ...



Flussi negativi e positivi legati al debito

■ FLUSSI NEGATIVI:

- Il costo rappresentato dal tasso nominale
- I costi delle commissioni:
 - Cdp: non prevede commissioni
 - Banche: possono prevedere commissioni
 - P.O.: la commissione massima è dello 0,5% del valore di emissione; si ricorda il contributo una tantum allo Stato dello 0,1% del valore nominale; altri eventuali costi per la comunicazione dell'operazione

■ FLUSSI POSTIVI

- Rendimento sulle giacenze:
 - Cdp: Euribor sulle somme concesse ma non erogate
 - Sistema creditizio e P.O.: tassi concordati con il Tesoriere e/o derivanti da operazioni di reinvestimento della liquidità
- Solo per i P.O.
 - Retrocessione dell'imposta sostitutiva del 12,50%

Le aperture di credito, incompiute

- Sono state introdotte dalla Finanziaria 2005, art. 1, co. 68
- Le erogazioni avvengono sulla base dei SAL
- Le somme non utilizzate costituiscono residui attivi
- Gli interessi si pagano solo sugli importi erogati
- La misura dei tassi è stata definita con Decreto del MEF, di concerto con il Ministero dell' Interno, del 3 marzo 2006 (GU n.54 del 6 marzo 2006)
- Il tasso può essere sia fisso, sia variabile:
 - **TASSO FISSO**: Il costo globale annuo massimo applicabile alle operazioni regolate a tasso fisso, è fissato nella misura del tasso pari all' Interest Rate Swap 2 anni maggiorato dello 0,04%
 - **TASSO VARIABILE**: Il costo globale annuo massimo applicabile alle operazioni regolate a tasso variabile, è fissato nella misura del tasso pari all' EURIBOR a 6 mesi maggiorato dello 0,08%
- IL DECRETO DEFINISCE TASSI FUORI MERCATO. SE PUR VALIDI, SAREBBERO APPLICABILI AI PRIMI TRE ANNI (PERIODO ENTRO IL QUALE AVVIENE L' EROGAZIONE DELLA LINEA DI CREDITO).
- **AD EROGAZIONE COMPLETATA, QUALE DOVREBBE ESSERE LA MISURA DEL TASSO APPLICABILE PER TUTTA LA DURATA DEL RIMBORSO ?**

La Banca Europea degli Investimenti (BEI)

- La Banca Europea degli Investimenti rappresenta oggi un ulteriore canale di approvvigionamento di capitale a costi altamente competitivi
- La BEI è un'istituzione che nasce con la finalità di sostenere gli investimenti pubblici e lo sviluppo economico europeo
- Da qualche tempo ha iniziato ad erogare finanziamenti anche agli enti territoriali pubblici italiani
- Le formule di finanziamento sono molto simili alle aperture di credito
- Generalmente il rapporto contrattuale è basato su una convenzione triennale la quale prevede da parte della BEI l'apertura di una linea di credito che, senza oneri, stanziava determinate somme per opere pubbliche preventivamente vagliate e concordate con un board della stessa BEI
- Non è obbligatorio utilizzare la linea di credito nei tre anni della convenzione
- In caso di utilizzo, il tasso è negoziato al momento della chiusura dell'operazione e negli ultimi due anni è sempre risultato più basso del tasso offerto dalla Cdp
- L'unico vincolo potrebbe intravedersi nelle dimensioni dei finanziamenti, che spesso si aggirano per importi non inferiori ai 2 milioni circa; si precisa che le condizioni sono negoziate tra le parti e non sono standardizzate; i piccoli enti potrebbero accedere attraverso forme di associazionismo con enti di maggiore dimensioni come ad esempio il comune capoluogo e/o la provincia

Il leasing finanziario, gli aspetti rilevanti

- Fino ad oggi il leasing finanziario è stato oggetto di numerosi interventi da parte della magistratura contabile, con particolare riferimento alla natura dell'operazione:
 - il canone è spesa corrente o spesa per investimento ?
- Sicuramente il L.F. rappresenta un metodo di finanziamento alternativo al debito, soprattutto per le finalità che consegue

Il leasing finanziario, gli aspetti in dubbio

- Dal punto di vista contabile, a seguito dell'introduzione dei nuovi principi contabili da applicare per l'armonizzazione dei bilanci pubblici, sono stati individuati i nuovi criteri di contabilizzazione, facendo prevalere la sostanza sulla forma

Il leasing finanziario è debito

- Le registrazioni contabili da utilizzare sono le medesime utilizzate per gli investimenti finanziati da debito
- Allora se il L.F. è debito, l'operazione avrà incidenza su:
 - Limite di indebitamento di cui all' art. 204, Tuel
 - Delegazioni di pagamento di cui all' art. 206, Tuel
 - Parametri di deficitarietà fissati con Decreto del Ministero dell'Interno (vedi art. 242, Tuel)
 - Patto di Stabilità e di Crescita Interno

I DERIVATI DEGLI ENTI LOCALI

- Norme vigenti e impatti sui bilanci degli enti
- Il sistema di contabilità di uno swap
- I riflessi degli swap nei comuni in dissesto

Norme vigenti e impatti sui bilanci degli enti

- L. 28 dicembre 2001, n. 448 (Finanziaria 2002), art. 41
- D. M.E.F. 1 dicembre 2003, n. 389
- L. 24 dicembre 2003, n. 350 (anche l'up-front diventa debito)
- Circolare M.E.F. del 27 maggio 2004, esplicativa del D. M.E.F. n. 389/2003
- L. 27 dicembre 2006, n. 296 (Finanziaria 2007), art.1, c. 736, c. 737, c. 738 e c. 739
- Circolare M.E.F. del 31 gennaio 2007, esplicativa della L. n. 296/2006
- Circolare M.E.F. del 22 giugno 2007, n. 6301, sancisce l'inapplicabilità della delegazione di pagamento
- D.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, Attuazione della Direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari – MiFID
- L. 24 dicembre 2007, n. 244 (Finanziaria 2008), art.1, c. 381, c. 382, c. 383 e c. 384 (ABROGATO)
- D.L. 25 giugno 2008, n. 112, convertito in L. 6 agosto 2008, n. 133, art. 62, successivamente modificato dall'art. 3, L. 22 dicembre 2008, n. 203, e dell'art. 1, comma 572, L. 27 dicembre 2013, n. 147
- D.L. 24 aprile 2014 n. 66 convertito dalla L. n. 89/2014, art. 45, ristrutturazione debito delle regioni

Il DME 389/03 e il nuovo schema presentato dal MEF nel sett. 2009

- 1. ... swap sui cambi ...
- 2. In aggiunta ..., sono inoltre consentite le seguenti operazioni derivate:
 - a) «swap di tasso di interesse» tra due soggetti che assumono l'impegno di scambiarsi regolarmente flussi di interessi, collegati ai principali parametri del mercato finanziario, secondo modalità, tempi e condizioni contrattualmente stabiliti;
 - b) acquisto di «forward rate agreement» in cui due parti concordano il tasso di interesse che l'acquirente del forward si impegna a pagare su un capitale stabilito ad una determinata data futura;
 - c) acquisto di «cap» ...
 - d) acquisto di «collar» ...
 - e) altre operazioni derivate contenenti combinazioni di operazioni di cui ai punti precedenti, in grado di consentire il passaggio da tasso fisso a variabile e viceversa al raggiungimento di un valore soglia predefinito o passato un periodo di tempo predefinito;
 - f) altre operazioni derivate finalizzate alla ristrutturazione del debito, solo qualora non prevedano una scadenza posteriore a quella associata alla sottostante passività. Dette operazioni sono consentite ove i flussi con esse ricevuti dagli enti interessati siano uguali a quelli pagati nella sottostante passività e non implicino, al momento del loro perfezionamento, un profilo crescente dei valori attuali dei singoli flussi di pagamento, ad eccezione di un eventuale sconto o premio da regolare al momento del perfezionamento delle operazioni non superiore a 1% del nozionale della sottostante passività (UP FRONT)

I principali richiami normativi successivi al DME 389/03

- Oltre alle norme introduttive e alle circolari esplicative, proprio nell'ottica della trasparenza, è opportuno ricordare:
 - L.296/2006, art.1
 - co.736: Riduzione del costo del debito e dell'esposizione ai rischi di mercato
 - co.737: Trasmissione preventiva dei contratti al MEF, come elemento di efficacia degli stessi; coinvolgimento della Corte dei Conti
 - Circolare del MEF del 22 giugno 2007
 - La delegazione di pagamento non si applica ai derivati, in quanto i derivati non sono debito (e l'up front ?)
 - L.244/2007, art.1, co.381/384 (commi abrogati con l'art.3 della L. 203/2008)

L. n. 133/2008, art. 62, sostituito dall'art. 3, L. n. 203/2008, e successivamente modificato dall'art. 1, comma 572, L. n. 147/2013 (1)

- **Agli enti territoriali è fatto divieto di (comma 3):**
 - a. stipulare contratti relativi agli strumenti finanziari derivati previsti dal D.lgs. n. 58/1998
 - b. procedere alla rinegoziazione dei contratti derivati già in essere alla data di entrata in vigore di tale disposizione
 - c. stipulare contratti che includano componenti derivate

L. n. 133/2008, art. 62, sostituito dall'art. 3, L. n. 203/2008, e successivamente modificato dall'art. 1, comma 572, L. n. 147/2013 (2)

- **È invece possibile (comma 3-bis):**
 - a. l'estinzione anticipata totale dei contratti in derivati
 - b. la riassegnazione dei contratti ad altre controparti (novazioni soggettive), fermo restando i termini e le condizioni finanziarie dei contratti riassegnati
 - c. la ristrutturazione dei contratti in derivati a seguito di modifica della passività sottostante, volta alla trasformazione da tasso fisso a variabile e viceversa, senza inserimento di componenti opzionali
 - d. il perfezionamento di contratti di finanziamento che includano l'acquisto di CAP da parte dell'ente
 - e. cancellare le componenti opzionali diverse al CAP
-

L. n. 133/2008, art. 62, sostituito dall'art. 3, L. n. 203/2008, e successivamente modificato dall'art. 1, comma 572, L. n. 147/2013 (3)

- In tutte le operazioni possibili è necessaria l'attestazione, da parte del soggetto competente alla sottoscrizione, di essere a conoscenza dei rischi e delle caratteristiche dei contratti medesimi, pena la nullità degli stessi
- Ai fini della trasparenza, al bilancio viene allegata una nota informativa con la quale si evidenziano gli oneri e gli impegni finanziari, stimati e sostenuti, dei contratti in derivati o dei contratti di finanziamento che includono una componente derivata
- Il Ministero dell'Economia trasmette mensilmente alla Corte dei Conti copia della documentazione ricevuta in relazione ai contratti stipulati

Obiettivi di trasparenza

- Alla luce dei principi di bilancio (... integrità, veridicità), le operazioni in derivati devono trovare chiara allocazione nei documenti contabili:
 - ❑ contabilizzazione di tutte le voci relative ad uno swap
 - ❑ codifica SIOPE
 - ❑ principi contabili dell' Osservatorio del Ministero dell' Interno
 - ❑ **riforma del sistema contabile**

Come funziona un contratto di SWAP

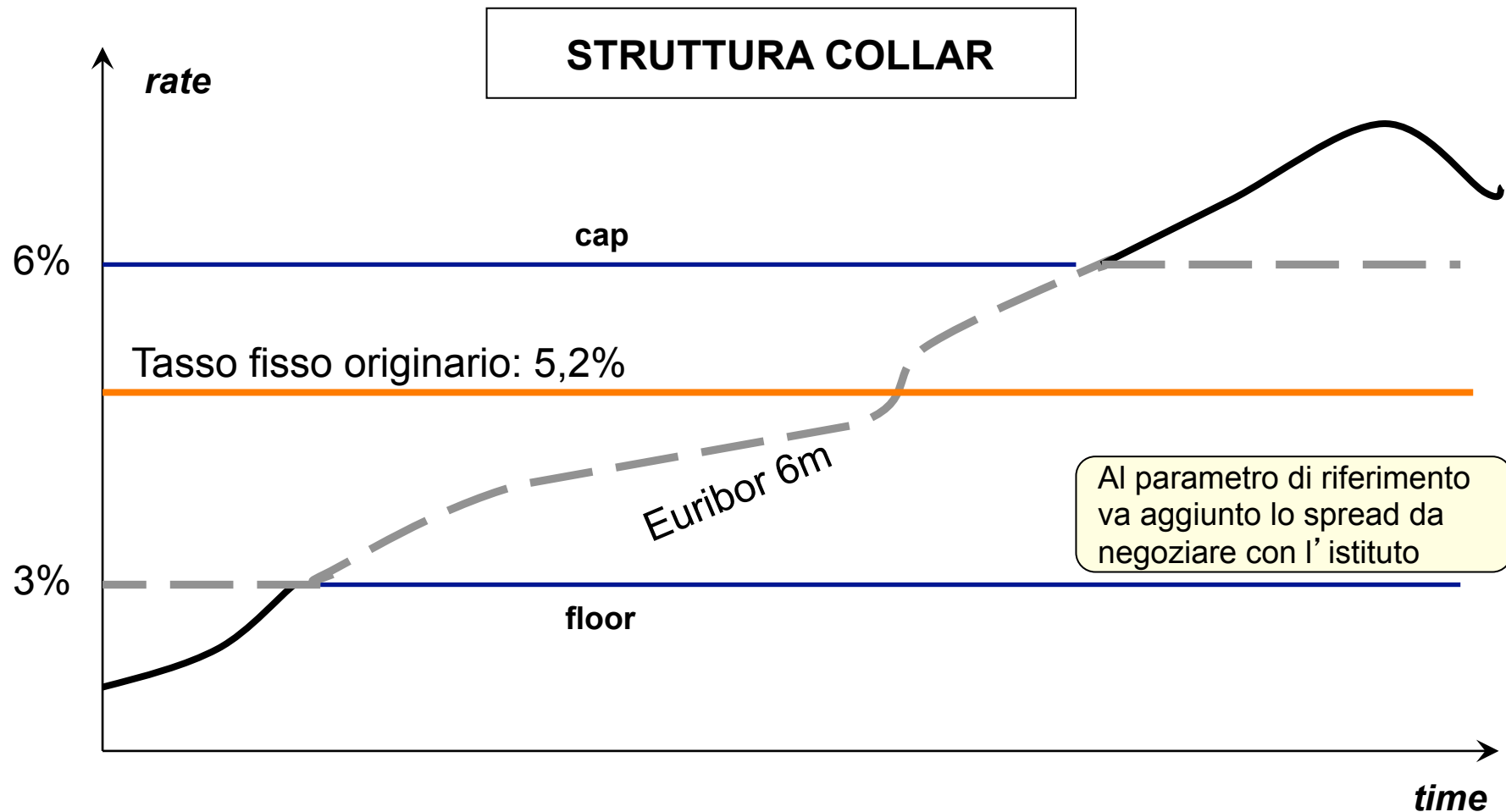


L'Ente paga un nuovo tasso (variabile + spread) con una nuova struttura

Le protezioni al rischio di oscillazione

- Il “**cap**” indica la possibilità di scommettere sui tassi fissando una protezione a favore dell’ente. In tal caso l’ente non dovrà pagare più di un certo livello prefissato sin dall’inizio del contratto
- Con il “**collar**” si attiva la protezione sia per l’ente (cap) sia per l’intermediario (floor). In tal caso il parametro di riferimento potrà oscillare all’interno di un range predeterminato sin dall’inizio

Un esempio di swap



La semplificazione possibile dei contratti derivati

- Tipologie contrattuali più semplici
- Parametri monetari di indicizzazione
- Durata dei contratti
- Ricorso all'anticipazione o premio
- Contabilità e bilancio
- Divieto per gli enti dissestati e risoluzione automatica
- Pricing e valutazioni di convenienza

Tipologie contrattuali più semplici

- Limitare gli swap solo a specifiche e ben precisate tipologie di operazioni:
 - IRS puro: scambio tra fisso e variabile e viceversa
 - Acquisto di CAP che permette di predeterminare il livello massimo di tasso che l'ente può essere chiamato a corrispondere

Parametri monetari di indicizzazione

- Fissare l'Euribor come unico parametro monetario di riferimento a cui ancorare l'operazione di swap:
 - *Il solo parametro monetario utilizzabile per l'indicizzazione resterebbe l'Euribor a 3/6/12 mesi, in funzione della gradualità del rimborso delle rate prevista dal piano di ammortamento del nozionale sottostante*
- Si potrebbe anche estendere l'utilizzo del tasso BCE

Durata dei contratti

- La durata massima contrattuale non deve superare i 5 anni o il minor tempo legato alle scadenze del nozionale sottostante

Ricorso all'anticipazione o premio

- Sarebbe stato opportuno prevedere un divieto assoluto al ricorso alle anticipazioni, (up-front)

Contabilità e bilancio

- Si rinvia alla nuova contabilità armonizzata, in particolare al principio contabile 4/2, allegato al D.lgs. n. 118/2011, punto 3,23:
 - rilevazione dei flussi che hanno natura di interesse, che discendono da entrate una tantum derivanti da una rimodulazione temporale o da una ridefinizione delle condizioni di ammortamento del sottostante
 - rilevazione in caso di estinzione anticipata del derivato (mark to market)

Divieto per gli enti dissestati e risoluzione automatica

- Bisognerebbe vietare la contrazione di swap per gli enti dissestati, prevedendo la risoluzione automatica dei contratti in essere alla data di dichiarazione del dissesto finanziario
 - l'ente dovrebbe rilevare in bilancio le relative poste:
 - in caso di valore di chiusura (mark to market) positivo, le somme costituiscono massa attiva, così come definita dall' art.255, co.1 del D.lgs.267/2000
 - in caso di valore di chiusura (mark to market) negativo, le somme costituiscono massa passiva, così come definita dall' art.254, co.3 del D.lgs.267/2000

Pricing e valutazioni di convenienza

- Coinvolgimento del Ministero dell'Economia e delle Finanze, piuttosto che del Tesoriere (il quale potrebbe avere un ruolo di supporto alle scelte di gestione finanziaria degli enti territoriali), nella valutazione economica e finanziaria dei contratti

In particolare, sul sistema contabile

- Le voci di uno swap devono trovare allocazione in bilancio separatamente da quelle del debito sottostante
- La contabilizzazione può riguardare:
 - FLUSSI POSITIVI
 - Interessi attivi (titolo III delle entrate extra-tributarie)
 - Mark to market positivo (titolo III delle entrate extra-tributarie)
 - Up front / anticipazione (titolo VI delle entrate da accensione di prestiti)
 - FLUSSI NEGATIVI
 - Interessi passivi (titolo I delle spese correnti)
 - Mark to market negativo (titolo I delle spese correnti)

I riflessi della contabilizzazione dei derivati

- Il differenziale positivo costituisce una quota vincolata dell'avanzo di amministrazione da destinare, secondo l'ordine di priorità, a:
 - garantire i rischi futuri del contratto
 - ridurre il debito sottostante in caso di estinzione anticipata
 - finanziare gli investimenti