

Strumenti finanziari a sostegno dell'innovazione

di Viviana Melis

La finanza innovativa nel contesto italiano

La ricerca di strategie e strumenti finanziari evoluti acquista sempre maggiore importanza negli enti regionali e locali italiani, in considerazione dei cambiamenti radicali che hanno incentivato lo studio di nuove strategie finanziarie.

Il finanziamento tradizionale degli investimenti nelle pubbliche amministrazioni è avvenuto ricorrendo a fonti interne proprie delle pubbliche amministrazioni – entrate tributarie, entrate extratributarie ed entrate da trasferimenti correnti - a cui si aggiungevano risorse raccolte presso il sistema degli istituti di credito ed intermediari specializzati (entrate da accensione prestiti).

Più che di finanza innovativa si può parlare di **nuovi strumenti finanziari** di cui le Regioni e gli enti locali possono avvalersi, piuttosto che ricorrere a forme di finanziamento tradizionali. Le motivazioni che giustificano il ricorso a tali strumenti sono molteplici, tra cui:

- il mutamento del sistema di finanziamento e la riduzione delle risorse finanziarie destinate agli investimenti: la scarsità delle risorse finanziarie e la maggiore competizione nell'accesso delle stesse ha determinato la ricerca di innovazioni nel finanziamento degli investimenti, rendendo necessaria l'adozione di nuovi strumenti finanziari – fondi immobiliari, obbligazioni – nuove tecniche – cartolarizzazione e finanza di progetto – e soluzioni finalizzate a creare occasioni per condividere i costi, le risorse e i rischi dei progetti;
- l'esigenza di una maggiore collaborazione tra pubblica amministrazione ed imprese, che determina l'acquisizione di vantaggi competitivi che possono tradursi nel miglioramento della competitività del sistema Paese;
- l'intento di non inasprire la leva fiscale: il raggiungimento dell'obiettivo di favorire la capitalizzazione delle imprese, generalmente perseguito attraverso un regime fiscale "leggero" che non penalizzi l'investimento nelle società di capitali, è stato rafforzato

attraverso un insieme di regole volte a promuovere il finanziamento delle imprese con mezzi propri, incrementando il patrimonio netto, piuttosto che attraverso il ricorso al capitale di debito (sia di provenienza bancaria, sia da parte dei soci);

- l'incremento (in quantità e qualità) dei servizi ai cittadini;
- l'investimento nello sviluppo del territorio e nel mantenimento del patrimonio;
- il contenimento del livello dell'indebitamento;

Le pubbliche amministrazioni possono cambiare le strategie tradizionali di finanziamento dei loro investimenti in due modi:

- accedendo direttamente al mercato dei capitali (obbligazioni, cartolarizzazione, fondi immobiliari etc.);
- cercando un concorso di capitali privati nella realizzazione di opere pubbliche (finanza di progetto).

1.1 Profili normativi

Fonti tradizionali di finanziamento

L'art. 42 del D.Lgs. 77/95, ora art. 199 del decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267, definisce le fonti a cui tradizionalmente la Pubblica Amministrazione ricorre per i propri investimenti:

- entrate correnti destinate per legge agli investimenti;
- avanzi di bilancio, costituiti da eccedenze di entrate correnti rispetto alle spese correnti aumentate delle quote capitali di ammortamento dei prestiti;
- entrate derivanti dall'alienazione di beni e diritti patrimoniali, riscossioni di crediti, proventi da concessioni edilizie e relative sanzioni;
- entrate derivanti da trasferimenti in conto capitale dello Stato, delle Regioni, da altri interventi pubblici e privati finalizzati agli investimenti, da interventi finalizzati da parte di organismi comunitari e internazionali;
- avanzo di amministrazione, nelle forme disciplinate dall'art. 187;
- mutui passivi.

Tra le stesse distinguiamo:

- fonti interne (entrate correnti, entrate da alienazioni etc.);
- fonti esterne (mutui, trasferimenti etc.).

Le fonti di finanziamento esterne tradizionali sono il mutuo bancario o erogato dalla Cassa Depositi e Prestiti. Nelle forme di finanziamento esterne, poiché derivanti da altre pubbliche amministrazioni, rientrano i trasferimenti operati dai livelli superiori di amministrazione per la realizzazione di dati obiettivi: trasferimenti in conto capitale vincolati e fondi strutturali comunitari.

Finanza innovativa

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

Il primo testo normativo rilevante per il finanziamento innovativo degli investimenti è l'art. 42, lettera g) del D.Lgs. 77/95, ora art. 199 del Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267, che elenca tra le forme di finanziamento degli investimenti "altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge", costituendo un primo passo per la necessaria autonomia degli enti locali, nell'utilizzo di nuovi strumenti e tecniche finanziarie.

Si può, tuttavia, ritenere che gli Enti Locali possano liberamente scegliere le varie opportunità che il mercato mette a disposizione, fermi restando i limiti all'indebitamento ed i controlli interni ed esterni stabiliti per legge, in quanto, ai sensi dell'art. 152, comma 4, del TUEL, l'art. 199 può essere disapplicato dal regolamento di contabilità della Pubblica Amministrazione, se lo stesso introduce una differente disciplina.

La Legge Finanziaria 2002 (L. n. 448/2001) all'art. 41 introduce ulteriori elementi di novità nell'ambito del finanziamento innovativo, tra cui:

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

Ogni strumento di finanziamento e ogni tecnica finanziaria è stato poi oggetto di specifica normativa per gli Enti Locali, come nei casi della finanza di progetto, delle emissioni

obbligazionarie, delle cartolarizzazioni, dei fondi di investimento immobiliare con apporto pubblico.

1.2 Strumenti finanziari

Venture Capital

Agli inizi degli anni Ottanta, con il termine *venture capital* si definiva l'apporto di capitale azionario o la sottoscrizione di titoli convertibili in azioni, da parte di operatori specializzati, in un'ottica temporale di medio-lungo termine, effettuato nei confronti di imprese non quotate e con elevato potenziale di sviluppo in termini di nuovi prodotti o servizi, nuove tecnologie, nuove concezioni di mercato.

Nell'ambito di tale definizione, la partecipazione veniva generalmente intesa come temporanea, minoritaria e finalizzata, attraverso il contributo congiunto di know how non solo finanziario, allo sviluppo dell'impresa, all'aumento del suo valore ed alla possibilità di realizzazione di un elevato *capital gain* in sede di dismissione.

Nel corso degli anni, pur rimanendo invariati i presupposti di fondo, le caratteristiche dell'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio sono mutate, diversificandosi in funzione del sistema imprenditoriale di riferimento e del grado di sviluppo dei diversi mercati e offrendo, oggi, una più variegata gamma di possibilità di intervento.

Di fatto, il comune denominatore rimane l'acquisizione di partecipazioni significative in imprese, in ottica di medio lungo-termine, e il conseguente obiettivo di sviluppo finalizzato al raggiungimento di una plusvalenza sulla vendita delle azioni, ma la presenza delle ulteriori caratteristiche ha assunto connotati molto variabili.

Sul fronte prettamente terminologico, oggi, secondo la prassi più diffusa negli USA, l'attività di investimento istituzionale nel capitale di rischio, definita nella sua globalità attività di *private equity*, viene suddivisa, in funzione della tipologia di operatore che la pone in essere, tra *venture capital* e operazioni di *buy out*.

All'interno dell'attività svolta dai *venture capital funds* è possibile individuare due sotto classi, che identificano, a loro volta, numerose tipologie di investimenti. Si parla, infatti, di *early stage financing* per indicare il finanziamento delle imprese nei primi stadi di vita, mentre si fa riferimento all'*expansion financing* per indicare gli interventi effettuati in imprese già sviluppate e mature, che necessitano di capitali per consolidare la crescita.

In Europa, pur essendo in atto un processo di adattamento terminologico e metodologico agli standard Statunitensi, fino ad oggi si è distinto tra *private equity*, comprensivo di tutte le operazioni realizzate su fasi del ciclo di vita delle aziende successive a quella iniziale, e *venture capital*, ossia finanziamento dell'avvio di impresa.

Gli operatori attivi in tale mercato vengono spesso definiti, genericamente, *venture capitalist*, indipendentemente dalla tipologia di operazioni che pongono in essere e fatto salvo un recente maggior utilizzo del termine *private equity investors* per i soggetti focalizzati sulle fasi avanzate del ciclo di vita delle imprese.

Il ruolo che l'investimento in capitale di rischio ha in un moderno sistema finanziario è rilevante sotto numerosi profili. Innanzitutto, sul fronte dell'impresa, la possibilità di far ricorso ad operatori specializzati nel sostegno finanziario finalizzato alla creazione di valore, consente alle stesse di reperire capitale "paziente", che può essere utilizzato per sostenere la fase di start up, piuttosto che piani di sviluppo, nuove strategie, acquisizioni aziendali, passaggi generazionali o altri processi critici del loro ciclo di vita.

In particolare, tale capitale può essere utilizzato dall'impresa per sviluppare nuovi prodotti e nuove tecnologie, per espandere il circolante, per finanziare acquisizioni, o per rafforzare la struttura finanziaria di una società.

Il *private equity* può anche essere impiegato per risolvere problemi connessi con la proprietà di un'impresa o con il fenomeno del passaggio generazionale. Esso, inoltre, è lo strumento privilegiato per la realizzazione di operazioni di *buy out / buy in*, effettuate da manager esperti.

Poiché, inoltre, il supporto dell'investitore istituzionale non si esaurisce nella mera fornitura di capitale di rischio, un ulteriore vantaggio deriva dalla disponibilità di know how manageriale che l'investitore mette a disposizione dell'impresa per il raggiungimento dei suoi obiettivi di sviluppo.

Ciò si traduce anche nella possibilità di supporto alla crescita esterna, attraverso contatti, investimenti, collaborazioni ed altro, con imprenditori dello stesso o di altri settori. Spesso la crescita attraverso fusioni e/o acquisizione offre sensibili vantaggi in virtù della tempestività con la quale è possibile entrare in nuovi settori o guadagnare nuove quote di mercato.

Il socio istituzionale possiede una profonda esperienza basata su una moltitudine di realtà imprenditoriali diverse e, pertanto, gode di un' invidiabile esperienza cui la società può accedere.

L'investitore istituzionale nel capitale di rischio ha, per esempio, solitamente esperienza anche in tema di accompagnamento alla quotazione, capacità preziosa in tale delicato processo e che può essere d'aiuto nel definire il timing e le procedure interne ottimali.

È poi comprovato che alle imprese partecipate da investitori istituzionali siano riconducibili performance economiche superiori rispetto alle altre realtà imprenditoriali, apportando un beneficio a livello di sistema.

L'attività di investimento nel capitale di rischio contribuisce, dunque, notevolmente allo sviluppo del sistema industriale e dell'economia nel suo complesso, selezionando imprese a rapido tasso di crescita e fornendo loro il capitale necessario per svilupparsi.

Venture Capital per l'innovazione

Il più importante sistema di finanziamento delle nuove idee che comportino la creazione di nuove Aziende è certamente il venture capital.

La competitività del sistema Italia è intaccata sia dai bassi investimenti in R&S, sia dalla carenza di venture capital high-tech, dovuta al rifiuto dei private equity di investire in high-tech, e al fatto che lo scenario finanziario rende difficile attrarre imprenditori capaci di tradurre idee nel settore high-tech, o i risultati dell'attività di ricerca, in iniziative imprenditoriali.

E' importante che gli investimenti in Ricerca e Sviluppo vengano inquadrati in un sistema che li indirizzi in modo appropriato e finalizzato, per evitare la dispersione del capitale disponibile in troppe attività di R&S, rischiando di non focalizzare su pochi progetti ma ben finanziati.

Inoltre, bisogna predisporre un sistema non burocratico, che garantisca che si investa solo nelle aree in cui si ha alta probabilità di ritorno. Non è possibile eliminare il rischio, sempre presente in ogni attività innovativa, ma assicurarsi che vi siano le condizioni per un probabile successo.

E' opportuno valorizzare le attività di Ricerca e Sviluppo capaci di attirare venture capital, perché possono trasformarsi in iniziative industriali, al contrario di altre iniziative.

R&S a venture capital possono essere abbinati negli spin-off da Università o centri di ricerca. In particolare, le iniziative a supporto delle spin-off companies possono essere:

- una politica fiscale più orientata a incentivare chi affronta la sfida dell'innovazione, rischiando in proprio;
- il rilancio del venture capital e lo sviluppo di strumenti alternativi di canalizzazione del capitale di rischio per gli start up innovativi;
- la predisposizione di una normativa e di una politica dei brevetti funzionale all'attuazione di tali interventi;
- la promozione della cultura e delle capacità di incubazione di imprese knowledge-intensive nell'ambito delle università e degli enti pubblici di ricerca.

Anche in Italia il venture capital, focalizzato su high-tech e high-growth, può essere lo strumento fondamentale per l'innovazione. Una rete di fondi di venture capital professionalmente validi,

insieme o in concorrenza, dovrebbero alimentare con capitale di rischio le nuove iniziative. Sarebbe appropriato che fondi governativi, regionali, o di assicurazioni, banche e/o fondazioni (Funds of Funds) alimentassero fondi di venture capital: gli investitori interessati allo sviluppo forniscono capitale ai *Funds of Funds*, i quali, a loro volta, investono in fondi di venture capital che investono nelle singole iniziative innovative.

Il modello di riferimento è quello che l'Unione Europea ha sponsorizzato: European Investment Fund, un *Fund of Funds* che ha già dato contributi significativi allo sviluppo del venture capital in Europa.

Il venture capital è normalmente finalizzato alla creazione di nuove aziende ad alto contenuto tecnologico; offre capitale di rischio, know how specialistico, esperienze gestionali, accordi, collaborazioni e sinergie (commerciali, tecnologiche, etc.) a imprenditori capaci di gestire nuove idee.

Il venture capital per nuove aziende di alta tecnologia è nato in Italia nel 1998, in conseguenza dei diversi mutamenti socio-economici, quali le diverse privatizzazioni, l'apertura alla concorrenza delle telecomunicazioni, la diminuzione del ruolo dominante dei grandi protagonisti del mondo dell'informatica e delle telecomunicazioni, l'intento di valorizzare nuove idee e talenti individuali, l'apertura di nuovi mercati azionari, particolarmente orientati alle nuove aziende (il "Nuovo Mercato").

In questo processo, è importante il collegamento con le università, poiché si creino attorno ad esse dei parchi scientifici tecnologici, con il minor numero di vincoli burocratici.

Prestito obbligazionario convertibile

Sebbene l'emissione di prestiti obbligazionari da parte degli enti locali non possa essere considerata una novità, tale opportunità rientra tra gli strumenti di "finanza alternativa" più noti. L'utilizzo dell'emissione obbligazionaria quale strumento di raccolta fondi da parte degli enti locali è cessato definitivamente nei primi anni '70 in conseguenza della grande crisi della finanza locale. La legge di riforma delle autonomie locali n. 142/1990 aveva previsto la possibilità per comuni e provincie, di emettere prestiti obbligazionari all'art. 32 e ne aveva attribuito la competenza decisionale all'organo consiliare degli enti, ma solo con la legge n. 724 del 1994 (Legge finanziaria per il 1995), si è giunti a una nuova regolamentazione delle emissioni obbligazionarie degli enti locali.

La disciplina di riferimento attualmente in vigore è contenuta nei seguenti testi normativi:

- Legge 23 dicembre 1994 n. 724 (Legge Finanziaria 1995): art. 37 - Indebitamento degli Enti Locali dissestati da parte di enti territoriali

- 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): Retrocessione dell'imposta agli enti territoriali
- Decreto del Ministero del Tesoro del 5 luglio 1996 n. 420: Regolamento attuativo recante norme per l'emissione di titoli obbligazionari da parte degli Enti Locali
- D.Lgs. 18 agosto 2000, n. 267 – TUEL: art. 199 - Fonti di finanziamento degli Enti Locali
- Circolare F.L. 23/2002 del 31 ottobre 2002: Titoli obbligazionari emessi da Regioni ed Enti Locali: retrocessione di parte dell'imposta sostitutiva applicata ai proventi.

Ai sensi dell'art. 35, Legge 724/94 le Province, i Comuni e le Unioni di Comuni, le Città Metropolitane e i Comuni di cui agli articoli 17 e seguenti della Legge 8 giugno 1990, n. 142, le comunità montane, i consorzi tra enti locali territoriali e le Regioni possono deliberare l'emissione di prestiti obbligazionari destinati esclusivamente al finanziamento degli investimenti.

I *bond* locali sono una risorsa per il finanziamento degli investimenti degli enti pubblici locali, nonché un importante sostegno per il contenimento delle spese in parte corrente in virtù delle economie indotte conseguibili. Sono riconducibili alla nuova strategia finanziaria protesa verso lo sviluppo della finanza innovativa, nello scenario caratterizzato dalla scarsità di risorse disponibili.

I prestiti obbligazionari costituiscono uno strumento alternativo ai mutui, allo scopo di:

- Potenziare gli investimenti;
- Incrementare le entrate con gli interessi attivi derivanti dalla gestione della liquidità nelle more del pagamento delle opere pubbliche e dei relativi s.a.l. (stati d'avanzamento dei lavori);
- Abbattere i costi effettivi in parte corrente derivanti dagli interessi passivi stimati, in riduzione, tra lo 0,3% e lo 0,8%, a seconda si tratti di interessi a tasso fisso o variabile, compreso il recupero del 50% della ritenuta d'imposta;
- Compensare, per gli effetti prodotti in parte corrente, la riduzione dei trasferimenti dello Stato e, perfino, una contenuta riduzione del livello di tassazione;
- Conferire apprezzabili vantaggi non solo agli enti di medie e grandi dimensioni, ma soprattutto ai piccoli comuni, mediante convenzioni o consorzi, che sarebbero altrimenti esclusi da vantaggi agevolmente conseguibili.

Avviciniamoci, dunque, a questo straordinario strumento finanziario, anche per risolvere la sua apparente complessità.

Aspetti operativi dell'emissione

La prima determinazione rilevante, dal punto di vista di una Pubblica amministrazione, è quella del tasso effettivo dell'operazione, in modo da valutare la convenienza di ricorrere a questa forma di finanziamento piuttosto che ad altre.

I Soggetti autorizzati all'emissione dei buoni obbligazionari sono i Comuni, le Province, le Regioni, le Città Metropolitane, le Unioni di comuni, le Comunità montane, ed i Consorzi locali. Le emissioni obbligazionarie sono generalmente precluse agli enti in stato di dissesto o in situazioni strutturalmente deficitarie, salvo esplicite deroghe al divieto di indebitamento. Rileva anche la situazione finanziaria dell'ente, poichè è necessario che il consuntivo del penultimo esercizio precedente a quello di emissione non debba presentare un disavanzo di amministrazione, oltre al rispetto del limite di indebitamento (25% delle entrate correnti).

Sebbene non risulti obbligatorio in base alla normativa vigente, una società specializzata potrebbe esprimere il giudizio sul grado di rischio di inadempienza (grado di solvibilità) dell'ente, meglio noto come *rating*, a garanzia degli investitori che intendessero acquistare le obbligazioni.

Inoltre, l'emissione di un prestito obbligazionario, finalizzato alla realizzazione di un'opera pubblica, necessita: a) del progetto definitivo dell'opera inserito nell'Elenco Annuale dei Lavori Pubblici; b) della previsione nel bilancio dell'ente, regolarmente approvato, della spesa necessaria alla realizzazione dell'opera e del relativo finanziamento.

L'emissione del prestito obbligazionario deve essere approvata con delibera dell'organo consiliare. È comunque ipotizzabile un'unica delibera che autorizzi l'emissione obbligazionaria, anche di tutte le opere presenti nel piano triennale delle opere pubbliche, salvo procedere all'effettiva emissione solo nel momento in cui è approvato il progetto definitivo dell'opera.

I *bond* emessi dagli enti locali presentano le stesse caratteristiche generali dei titoli di Stato e delle obbligazioni emesse dalle società private. Fanno eccezione alcune peculiarità espressamente previste dalla normativa quali: a) importo nominale del prestito non superiore all'ammontare dell'investimento da realizzare; b) durata del prestito non inferiore a 5 anni; c) cedola d'interesse pagabile con periodicità trimestrale, semestrale o annuale e con tasso fisso o variabile. Il rendimento delle obbligazioni non può essere superiore dell'1% rispetto a quello dei corrispondenti titoli di Stato, al fine di evitare il c.d. "effetto di spiazzamento"¹.

¹ Il termine "spiazzamento" (o *crowding out*) indica le conseguenze prodotte dal manifestarsi di una forte domanda del settore pubblico all'interno di un sistema economico già caratterizzato dalla piena utilizzazione delle risorse produttive.

La fase di emissione e collocamento avviene tramite un intermediario finanziario, la cui scelta non ricade nell'ambito di applicazione delle norme stabilite dal D. Lgs. 157/95. Il compenso spettante all'intermediario finanziario, relativo al servizio reso, non potrà essere superiore allo 0,50% dell'ammontare del prestito. Attualmente molti istituti di credito procedono all'emissione dei titoli senza alcun onere di collocamento.

L'emissione delle obbligazioni è soggetta a particolari norme autorizzatorie o di mera comunicazione. La Banca d'Italia deve autorizzare tutte le emissioni obbligazionarie di importo superiore ad € 5.164.569. Alla Consob deve essere inviato il prospetto informativo o la nota sintetica, contenenti notizie sulla situazione economico finanziaria dell'emittente, sull'evoluzione della sua attività, nonché sui titoli offerti e i connessi diritti. Tali adempimenti, normalmente, sono a carico dell'intermediario finanziario che cura l'emissione ed il collocamento. A norma della D.M. 389/03 le operazioni d'importo superiore a 100 milioni di € devono essere precedute da una comunicazione al Ministero dell'Economia che ha facoltà di differirne il termine entro 10 giorni dal ricevimento della comunicazione. Lo stesso decreto prevede che tutti gli enti devono comunicare entro il giorno 15 dei mesi di febbraio, maggio, agosto e novembre al Ministero dell'Economia, l'ammontare dei titoli obbligazionari emessi.

L'emissione dei prestiti obbligazionari può avvenire con diverse modalità di sottoscrizione.

Le modalità di collocamento sono tre:

- 1) collocamento mediante Offerta pubblica di vendita (Opv);
- 2) collocamento e garanzia;
- 3) acquisto a fermo.

L'Opv comporta l'offerta delle obbligazioni direttamente al pubblico degli investitori, con il divieto che l'intermediario finanziario che colloca i titoli, applichi oneri aggiuntivi per gli investitori. I cittadini possono direttamente sottoscrivere le obbligazioni emesse dall'ente locale, ma quest'ultimo si espone al rischio di non collocare una parte del prestito.

Con un'emissione c.d. "a garanzia" i titoli rimasti "invenduti", successivamente ad un'offerta pubblica, sono acquistati direttamente da un istituto di credito che garantisce il buon fine dell'operazione di collocamento.

Il fenomeno è comunque osservabile anche in situazioni di sottoccupazione. Se, infatti, lo Stato finanzia la propria spesa ricorrendo al debito pubblico, per collocare i propri titoli presso gli operatori privati dovrà offrire tassi d'interesse competitivi. Ciò comporterà un aumento generalizzato della struttura dei tassi d'interesse e, di conseguenza, una riduzione negli investimenti privati. Inoltre, gli elevati tassi interni attrarranno capitali esteri, rivalutando il cambio e riducendo le esportazioni. Il tutto si tradurrà in una contrazione della domanda aggregata e, dunque, del reddito. Per un approfondimento sul tema si veda DeLong B., *Macroeconomia*, McGraw-Hill, Milano, 2003

Con l'acquisto "a fermo" il prestito obbligazionario può essere interamente sottoscritto da uno o più istituti di credito. In questa ipotesi nessun rischio di "invenduto" grava sull'ente locale

In tutte le tre ipotesi è possibile per l'ente locale procedere ad un'emissione "sotto la pari", in cui, cioè, il prezzo di emissione del titolo è inferiore rispetto al valore nominale, al fine di incentivare il collocamento iniziale del prestito.

Entro 30 giorni dal versamento presso il tesoriere dell'ente dell'importo del prestito sottoscritto, l'istituto emittente provvede al versamento del contributo una-tantum dello 0,1% a favore del bilancio dello Stato.

L'intermediario finanziario provvede alla gestione dei Titoli (compresi gli eventuali rapporti con la Monte Titoli S.p.A.), che regola i propri rendiconti di credito e di debito direttamente con il tesoriere dell'ente.

Ammortamento

Il sistema di rimborso previsto dalla normativa del 1994 è quello graduale con ammortamento francese (o a rata costante) o con ammortamento italiano (o uniforme). Nella prima ipotesi sin dalla prima cedola, l'ente locale provvede al pagamento degli interessi unitamente alla restituzione di una parte del capitale: in questo caso l'importo degli interessi decresce in funzione del capitale rimborsato. Nella seconda ipotesi, l'ammortamento prevede che, a fronte del capitale preso a prestito all'epoca iniziale, il debitore corrisponda le rate di ammortamento di importo variabile alle varie scadenze, in modo le quote capitale siano di uguale importo. Le quote di capitale costanti hanno la conseguenza che le rate di ammortamento complessive risultino decrescenti poiché la diminuzione del debito nel tempo comporta quote di interessi sempre minori.

La legge 448/2001 (finanziaria per il 2002) ha consentito agli enti locali di emettere titoli obbligazionari con rimborso del capitale in un'unica soluzione alla scadenza, previa costituzione, al momento dell'emissione, di un fondo di ammortamento del debito, o previa conclusione di *swap* per l'ammortamento del debito: tali emissioni vengono comunemente definite "bullet". Si prevede, quindi, il rimborso del capitale interamente alla scadenza del prestito obbligazionario, con la costituzione di un fondo ammortamento, previsto dalla legge, incrementato annualmente di una quota del capitale da restituire (in questo caso gli interessi graveranno sull'ammontare complessivo del capitale durante l'intera vita del prestito obbligazionario, con la possibilità per l'ente locale di reinvestire la liquidità accantonata nel fondo ammortamento appositamente costituito).

È prevista, inoltre, la possibilità di effettuare un rimborso anticipato del prestito obbligazionario ancora da estinguere.

L'ente locale, nell'ottica di una pianificazione strategica a livello di "gruppo economico locale" (ente locale ed aziende pubbliche partecipate), può emettere: a) titoli obbligazionari convertibili, alla scadenza, in azioni di una s.p.a. partecipata dall'ente locale;

b) titoli obbligazionari *cum warrant*, che concedono al sottoscrittore la facoltà di acquistare azioni di una s.p.a. partecipata dall'ente locale, attribuendo in capo all'investitore il doppio ruolo di creditore dell'ente locale ed azionista della società pubblica locale.

Gli Swap di tassi di interesse

Il contratto di swap di tassi di interesse, è uno strumento di gestione del rischio di tasso sul debito contratto da un'impresa e rientra, quindi, tra le tecniche di *liability management*. Nella terminologia inglese si definisce *Interest Rate Swap*, che letteralmente significa "scambio di tassi di interesse", poiché è un contratto con cui due parti concordano di scambiarsi flussi di interessi di differente natura, in quanto calcolati secondo due diversi tassi di riferimento. In forza di tale contratto il debitore di un prestito a tasso fisso si impegna a pagare gli interessi di un prestito a tasso variabile, e, viceversa, ad un soggetto gravato da un debito a tasso variabile di trasformarlo in debito a tasso fisso.

Caratteristiche

Nella forma più comune dell'Interest Rate Swap una delle due parti effettua i pagamenti sulla base di un tasso fisso, mentre i pagamenti dell'altra parte sono determinati utilizzando un tasso variabile ancorato ad un parametro di indicizzazione come, ad esempio l'Euribor o il Libor.

L'utilizzo dell'Interest Rate Swap non prevede scambio di capitali, ma solo di flussi d'interesse calcolati su un capitale nominale

L'accordo si basa su un'unica divisa di riferimento e le componenti fondamentali del contratto sono:

- Capitale di riferimento
- Data del contratto
- Data di inizio
- Data di scadenza

- Durata
- Date di pagamento
- Tasso fisso
- Tasso variabile

Finalità perseguite e vantaggi

Nel contratto di IRS il pagatore di tasso fisso si protegge dal rialzo dei tassi (rinunciando ai benefici di un loro eventuale ribasso) mentre nel caso opposto il pagatore di tasso variabile si protegge dalla riduzione dei tassi stessi.

Applicati alla gestione delle passività sono un efficace strumento di tesoreria, poiché permettono:

- la copertura rispetto ad andamenti avversi dei tassi d'interesse;
- la diversificazione del rischio di tasso delle fonti di finanziamento di un'impresa industriale o finanziaria permettendo di trasformare da fisso a variabile (o viceversa) i flussi relativi ai tassi d'interesse;
- Applicati alle attività d'investimento permettono la gestione del rischio di tasso del portafoglio

In sintesi, i vantaggi derivanti dalla sottoscrizione di IRS si riconducono ai seguenti punti:

- Flessibilità in termini di durata, parametri e importi;
- Possibilità di non utilizzare capitale riferendosi solo ai flussi d'interesse;
- Possibilità di gestire il rischio di tasso tra attivo e passivo senza movimentazione di capitali sottostanti;
- Limitato utilizzo di linea di credito rispetto all'importo nozionale.

Lo schema operativo

Data la complessità dell'accordo in oggetto, può essere esplicativo immaginare la realizzazione di un'operazione con due soggetti di fantasia: l' "ente alfa" e la "banca beta". Nell'esempio si

utilizzano, inoltre, tassi di interesse non attinenti alla realtà, ma scelti per rendere chiara l'esposizione del caso:

- 1) L'ente alfa ha contratto con la Cdp s.p.a mutui per 10 milioni di euro a un tasso fisso² pari al 6,50% da restituire in 20 anni. Il tasso fisso pone l'ente alfa al riparo da un incremento dei costi per interessi;
- 2) La banca beta ha contratto debiti, a sua volta, per 20 anni e per la medesima somma (10 milioni di euro), ma ad un tasso variabile pari al tasso euribor³ del 2%, maggiorato di un 3% (che significa un tasso variabile iniziale del 5%).

Dopo aver contratto i debiti i due soggetti mutano le loro aspettative, cioè entrambi ritengono errata la loro prima valutazione sull'andamento dei tassi sui mercati finanziari, durante il periodo di residua durata del debito e vorrebbero passare da un indebitamento a tasso fisso ad uno a tasso variabile e viceversa.

Entrambi potrebbero rimborsare anticipatamente l'indebitamento in essere e accendere un nuovo finanziamento avente le caratteristiche desiderate secondo le loro nuove aspettative. L'alternativa può essere quella di ricorrere ad un *Interest rate swap* su un capitale di riferimento (capitale nozionale) pari al residuo debito con durata identica alla durata residua dei prestiti in essere e pagamento semestrale degli interessi.

Schematicamente (e in linea teorica) dall'accordo delle due parti risulterà che:

- a) l'ente alfa pagherà le rate di interessi della banca beta ovvero il flusso di interessi generato dal tasso euribor $X\% + 3,00\%$ sul debito residuo alla data di stipula del contratto *Irs*;
- b) la banca beta pagherà le rate di interessi dell'ente alfa ovvero il flusso di interessi generato dal tasso fisso 6,50% sul debito residuo alla data di stipula del contratto *Irs*.

Avverrà che anziché effettuare i pagamenti nelle due direzioni, le due parti si accorderanno per versare solo il saldo fra i due importi⁴. Accadrà che sia l'ente alfa sia la banca beta continueranno ad onorare i propri debiti pagando le rate costituite da quota capitale e quota interessi e fino a

² Il ricorso a un mutuo a tasso fisso può essere motivato da scenari economici poco rassicuranti o dalla preoccupazione che i tassi di interesse nei successivi 20 anni possano aumentare oltre il 6,50%.

³ Il tasso è rilevato dalla Banca Centrale Europea ed è la media ponderata dei tassi cui le banche, all'interno dell'area euro, si cedono depositi in prestito per periodi entro i dodici mesi. Inoltre, è il tasso di riferimento interbancario per i prestiti a breve termine.

⁴ Questa operazione si definisce, tecnicamente, *netting*.

quando il tasso euribor $X\% + 3\%$ si manterrà inferiore al tasso fisso 6,50%, la banca beta provvederà alle scadenze a rimborsare all'ente alfa il differenziale tra i due tassi.

Nella realtà sono molteplici le variabili che condizionano la struttura degli *Irs*, pertanto l'esempio qui proposto è chiaramente una esemplificazione scolastica.

La possibilità che l'oscillazione dei tassi possa condurre l'ente a pagare più di quanto pagava per interesse prima del contratto di *Irs*, può far riflettere l'ente sull'opportunità o meno di porre in essere il contratto stesso per ristrutturare il debito dell'ente. Generalmente nei contratti *Irs* per ovviare a tali perplessità e per far fronte al rischio di rialzo eccessivo dei tassi che potrebbero portare l'ente locale a dover regolare elevate posizioni di *netting* negative, può essere inserito un limite massimo entro cui il tasso può fluttuare verso l'alto, definito *cap*.

Analogamente, esiste un'opzione che può essere applicata all'*Irs* per porre un limite alla fluttuazione del tasso verso il basso: questa opzione si chiama *floor*.

Altri tipi di Swap

L'*interest rate swap* è il più diffuso tipo di contratto swap ed anche il primo ad essere stato proposto. L'idea che due investitori possano scambiarsi flussi finanziari incrociati per proteggersi dalla volatilità di mercato o per modificare la propria esposizione al rischio si è rapidamente diffusa e il versatile strumento dello swap è stato utilizzato per altre tipologie di contratti, di seguito brevemente descritti.

Il *currency swap* è un derivato molto diffuso che prevede lo scambio di capitale e interessi espressi in una divisa contro capitale ed interessi espressi in un'altra. Per chiarire l'idea con un esempio, ipotizziamo un'azienda manifatturiera italiana che abbia venduto merci negli Stati Uniti per un controvalore di un milione di dollari e che si attenda di essere pagata in dollari tra novanta giorni. Fra tre mesi, inoltre, l'azienda dovrà pagare materie prime ed operai. Nel caso in cui nel trimestre il dollaro si deprezzi (o l'euro si apprezzi) l'azienda riceverà il pagamento, convertirà il denaro in euro e quindi avrà meno di quanto sperava di ottenere; la cosa potrebbe persino comportare difficoltà per il pagamento dei fornitori e degli operai. Entrando in un *currency swap* con nozionale di un milione di dollari e con cambio a 1,27 dollari per euro, invece, l'azienda europea pagherà un flusso di interessi calcolati su un milione di dollari e corrisponderà alla controparte a scadenza del contratto il milione di dollari (che peraltro riceverà dal suo cliente americano). In cambio riceverà interessi calcolati su un nozionale di 787 400 euro (pari ad un milione di dollari al cambio attuale di

1,27) e a scadenza il citato nozionale. In questo modo il rischio di cambio risulta completamente coperto e per l'azienda sarà come ricevere direttamente un pagamento in euro.

I *currency swap*, inoltre, consentono di accedere indirettamente a mercati non facilmente o non efficientemente accessibili. Per esempio, una società europea non conosciuta in Giappone potrebbe indebitarsi in Yen ricorrendo ad un *currency swap* che le consenta di trasformare il suo debito in dollari in un debito in Yen.

Il *differential swap* è un derivato attraverso il quale un tasso di interesse variabile denominato nella valuta nazionale viene scambiato con un tasso variabile denominato in una valuta estera, ma a differenza del *currency rate swap* entrambi i tassi vengono calcolati sullo stesso nozionale denominato in valuta nazionale. In questo caso il rischio di cambio riguarda una sola delle due parti.

Un *basis swap* è un contratto che prevede l'interscambio di due differenti tassi variabili ed è utilizzato soprattutto da banche, istituti di credito e società di factoring. Ad esempio, una banca può scambiare un tasso Libor con un tasso sulla carta commerciale calcolato sullo stesso ammontare. Due tipi molto diffusi di *basis swap*, standardizzati e molto facili da trovare sul mercato sono il *constant maturity swap* e il *constant treasury swap*. Il primo tipo di contratti consente di permutare un tasso Libor⁵ con un tasso swap, mentre il secondo consiste nello scambio del Libor con il tasso di un titolo di Stato (Treasury).

L'*equity swap* garantisce lo scambio di dividendi e guadagni in conto capitale su un indice azionario con un tasso fisso o variabile: è utilizzato soprattutto nell'industria del risparmio gestito, oltre che con finalità speculative.

In conclusione, si può dire che lo swap è un'istituzione estremamente flessibile e con la volontà delle parti può essere adattato ad una molteplicità di situazioni e prevedere l'intreccio di flussi finanziari calcolati nei modi più svariati; i contratti qui brevemente descritti non riguardano tutte le tipologie possibili, ma solo le più standardizzate e diffuse.

L'ente che intendesse ricorrere a questa forma di finanziamento innovativo dovrebbe effettuare analisi appropriate:

⁵ Il Libor (*London Interbank Offer Rate*) è il tasso d'interesse offerto dalle banche su depositi di altre banche, nei mercati delle Eurovalute. Il Libor a 3 mesi è il tasso offerto su depositi a 3 mesi, il Libor a 6 mesi è il tasso offerto sui depositi a 6 mesi, e così via. I tassi Libor sono determinati dalle negoziazioni tra banche e cambiano al variare delle condizioni economiche.

- in merito al funzionamento pratico, oltre che teorico, del contratto alla scadenza delle rate dei mutui;
- in merito al trend pluriennale dei tassi nel contratto *Irs* privo di limitazione alla fluttuazione dei tassi;
- in merito al trend dei tassi nel contratto *Irs* con l'eventuale l'apposizione di un *cap*;
- in merito al trend dei tassi nel contratto *Irs* con l'eventuale apposizione di un *cap* e di un *floor*;
- in merito ai risparmi presunti derivanti dalla sottoscrizione del contratto.

Questa tipologia di considerazioni viene generalmente affidata dalla Pubblica amministrazione alla consulenza specialistica di soggetti che siano in possesso di conoscenze in campo finanziario, normalmente non in possesso di alcuno dei dipendenti in servizio presso l'ente.

Altri strumenti finanziari innovativi

Voucher tecnologici (l'esperienza lombarda)

I **voucher tecnologici**, o buoni ricerca, sono titoli di spesa rilasciati dall'Amministrazione regionale nella forma di contributi a fondo perduto, nominativi, non trasferibili e destinati a soggetti beneficiari con specifici requisiti, per l'acquisto di specifici servizi innovativi presso fornitori accreditati. Nello specifico, la Regione, potrebbe introdurre una nuova misura agevolativa nell'ambito degli interventi a favore delle imprese, finalizzata alla promozione di imprese innovative, la diffusione ed il consolidamento dell'innovazione tecnologica. Gli importi utilizzati fino a questo momento (per esempio in Regione Piemonte e in Calabria) per ciascun voucher sono compresi tra 3mila€ per l'assistenza alla brevettazione a livello nazionale a 10mila€ per la *business evaluation* ai soggetti beneficiari che siano persone fisiche. I voucher sono stati previsti sia per le persone fisiche, con particolari requisiti, sia per imprese innovative. Grazie a questa iniziativa la pubblica Amministrazione può attraverso un *voucher* - strumento assimilabile nell'uso ad un assegno bancario - semplificare la fase di erogazione dei contributi a favore delle imprese.

L'Amministrazione lombarda nel 2003 ha introdotto tale strumento finanziario in via sperimentale nell'ambito di un programma comunitario (PRAI - MINERVA) e successivamente lo ha esteso all'intero territorio regionale attraverso un intervento normativo sulla L.r. 35/96. Con D.g.r. del 19

novembre 2004 n. 19459, è stata approvata la nuova Misura INTEC Voucher che permette la concessione di voucher tecnologici per servizi specialistici volti a favorire la valorizzazione di progetti imprenditoriali o lo sviluppo della ricerca (ad esempio attraverso borse di dottorato, assistenza brevettuale, *due diligence* tecnologica e *business evaluation*...). Successivamente è stato anche individuato un elenco di Centri erogatori di servizi (Università, Centri di ricerca e trasferimento tecnologico, ecc.) presso cui utilizzare i voucher tecnologici.

I potenziali beneficiari (PMI, aspiranti imprenditori, persone fisiche domiciliate o residenti in Lombardia) possono utilizzare i voucher per la realizzazione al massimo di un progetto nell'ambito di ciascuna attività.

In questo contesto sono stati previsti voucher di diverse tipologie:

- Assistenza alla brevettazione (PMI): Voucher per attività di assistenza e consulenza brevettuale svolta da fornitori scelti liberamente dai beneficiari, finalizzata all'ottenimento di brevetti nazionali e/o all'estensione a livello internazionale, se l'oggetto di tali brevetti è inerente a settori applicativi innovativi. L'attività di assistenza riguarda invenzioni industriali, modelli di utilità, disegni o modelli ornamentali, brevetti e registrazioni, nuove varietà vegetali.
- Due diligence tecnologica (persone fisiche e PMI): voucher utilizzabili presso centri (Università o centri di ricerca) per attività di consulenza finalizzata a fornire un supporto metodologico ed operativo per la valutazione del livello di innovatività delle tecnologie proposte nell'ambito di un progetto imprenditoriale o di un progetto di innovazione o trasferimento tecnologico in settori quali biotecnologie, elettronica, ICT,...

La consulenza si è concentrata sui seguenti elementi:

- articolazione di un piano di massima del progetto;
- analisi della proprietà intellettuale;
- analisi dei concetti scientifici e tecnologici;
- confronto con il mercato;
- analisi delle possibilità di mantenimento nel tempo delle posizioni di vantaggio competitivo.

Business evaluation: Voucher utilizzabili per la valutazione economico-finanziaria di un progetto di creazione d'impresa o di un progetto di innovazione o trasferimento tecnologico, propedeutico ad una scelta d'investimento. La consulenza riguarda la valutazione di *business plan*;

Supporto alla ricerca tecnico-scientifica specialistica mediante istituzione di rapporti di collaborazione ad attività di ricerca - selezione del personale qualificato per la realizzazione di ricerche tecnico-scientifiche specialistiche.

Obiettivo finale è la ricerca di capitale di rischio o di debito (anche nella forma di BOND) per l'innovazione, costruendo e integrando attori e soggetti diversi e strumenti di finanza, garanzia e contribuzione.

L'esempio lombardo continua a essere un riferimento valido anche per l'impostazione di analoghe iniziative in altri contesti regionali.

Partenariato Pubblico-Privato

Nell'ambito del VII Programma Quadro, la Commissione propone di mantenere quale strumento principale i progetti di collaborazione transnazionale che associano di norma la ricerca pubblica e il mondo dell'industria. La Commissione propone inoltre nuovi approcci che accresceranno ulteriormente l'importanza del PQ7 per l'industria. In particolare, la Commissione propone di istituire un **partenariato pubblico privato** di lungo periodo denominato “*Iniziativa tecnologiche congiunte*” in ambiti in cui i sistemi attuali sono inadeguati considerata la portata della ricerca e l'entità delle risorse materiali e umane necessarie. I partenariati attueranno parti dei programmi di ricerca strategica definiti dalle piattaforme tecnologiche europee in coordinamento con i programmi e progetti nazionali nello stesso campo. Il loro obiettivo sarà quello di affiancare ai finanziamenti pubblici comunitari e nazionali quelli del settore privato. Se del caso vi potranno anche contribuire prestiti della BEI.

Il contributo finanziario comunitario all'attuazione di Iniziative tecnologiche congiunte – basato sulla combinazione di finanziamenti di diversa natura e da diverse fonti, private e pubbliche, a livello europeo e nazionale - può assumere forme diverse e può essere attribuito o mobilitato attraverso una serie di strumenti: sostegno dal VII programma quadro, prestiti dalla Banca europea per gli investimenti, sostegno al capitale di rischio. Le Iniziative tecnologiche congiunte possono

essere decise e attuate sulla base dell'articolo 171⁶ del Trattato CE (e possono includere la costituzione di imprese comuni) o tramite le decisioni che adottano i programmi specifici. Il sostegno della Comunità sarà subordinato alla definizione di un piano globale di ingegneria finanziaria basato su impegni formali di tutte le parti interessate.

Negli ultimi decenni si è manifestato un crescente interessamento per l'attitudine alla *partnership*, supportata dai politici, dai funzionari pubblici e dalle comunità locali e può ritenersi che in futuro tali forme di cooperazione si rafforzino e siano ulteriormente caldegiate.

Nel contesto europeo la spinta, al più alto livello sopranazionale, è data dall'Unione europea, che promuove le *partnership*, in quanto la Commissione, attraverso gli Stati membri e le agenzie locali comunitarie, intende conseguire gli obiettivi definiti dalle politiche, tenendo conto delle regole e delle prassi nazionali⁷. Nelle linee guida per la politica strutturale uno dei principi fondamentali enunciati dalla Commissione fu “implementare una *partnership* con tutte le parti coinvolte nella politica strutturale, soprattutto le autorità regionali” (CEC 1987).

Il principio della *partnership* è strettamente ricondotto al principio di sussidiarietà, che implica che le decisioni debbano essere prese ad un livello più appropriato, per eseguirle nell'ambito del contesto di un più ampio *network* cooperativo (si vedano l'art. 5 del Trattato Istitutivo della Comunità Europea e l'art. 8 (3) del Regolamento 1260/1999). In particolare, durante il periodo di Programmazione comunitaria 2000-2006, le *partnership* sono state sviluppate per includere il livello delle autorità nazionali, regionali, locali e anche partner economici e sociali e altri corpi rappresentativi di diversi gruppi della società civile.

Il termine “pubblico”, “settore pubblico” e “Stato” sono utilizzati con interscambiabilità, con riferimento a un insieme di istituzioni che esercita legittimamente un' autorità, in un certo contesto, sui cittadini.

Il termine “privato” include, nell'accezione più ampia, le istituzioni non statali, ma richiede, di volta in volta, delle puntualizzazioni. L'impresa è un'organizzazione che si prefigge di generare profitti a beneficio dei suoi proprietari, che possono essere soggetti privati o agenzie pubbliche – nella forma di impresa pubblica o statale.

⁶ “La Comunità può creare imprese comuni o qualsiasi altra struttura necessaria alla migliore esecuzione dei programmi di ricerca, sviluppo tecnologico e dimostrazione comunitari”.

⁷ Cfr. CEC, *Structural Funds and Cohesion Funds 1994-1999: Regulations and Commentary*, Brussels, 1996 o il recente EU Commission - Directorate-General Regional Policy, “*Partnership in the 2000-2006 programming period*”, Discussion Paper of DG Region, 2005.

Le Partnership Pubblico Privato sono iniziative imprenditoriali di tipo cooperativo e basate sull'accordo di soggetti, tra cui siano almeno un partner-istituzione pubblica e un partner-istituzione privata.

I Partenariati Pubblico-Privato si sono sviluppati con un *focus* essenzialmente sulle infrastrutture pubbliche per l'erogazione di servizi. Le più recenti esperienze di PPP in Europa sono consistite in iniziative molto varie, accomunate dall'appartenenza a questo genere di opere: lavori per il trattamento delle acque reflue, autostrade, ponti con attraversamento a pedaggio, impianti energetici, infrastrutture per le telecomunicazioni, tunnel, edifici scolastici, *facilities* per aeroporti, edifici governativi, prigioni, reti ferroviarie, stazioni di parcheggio, metropolitane, musei, porti, oleodotti, ristrutturazione e mantenimento della rete stradale, servizi sanitari e gestione degli sprechi.

Tuttavia, troppo frequentemente i PPP vengono assimilati a una tecnica di finanziamento di infrastrutture pubbliche da parte del settore privato. Sebbene la casistica delle tipologie di partenariati includa indubbiamente anche l'aspetto finanziario, è preferibile ritenere i PPP come un'opportunità per il soggetto pubblico di acquistare un insieme di servizi subordinatamente a precisi termini e condizioni concordati⁸.

Alcune caratteristiche possono ricorrere frequentemente nelle attività sostenute da partenariati⁹:

- Il soggetto pubblico trasferisce al soggetto privato un terreno, un immobile o la proprietà di attrezzature che gli appartengono, con o senza il pagamento di un corrispettivo, per la durata dell'accordo definito tra i due;
- Il soggetto privato costruisce, amplia o rinnova un'attrezzatura/strumentazione;
- Il soggetto pubblico si fa carico di specificare i servizi prodotti da tale strumentazione;
- I servizi sono erogati dal soggetto privato attraverso l'utilizzo della strumentazione per un periodo determinato di tempo e con alcune restrizioni riguardo alla tariffazione e agli standard operativi fino a quando non viene accordato il trasferimento di tale attrezzatura in capo al soggetto pubblico – con o senza il pagamento di un prezzo – alla fine dell'accordo.

I Partenariati Pubblico-Privato sono accordi contrattuali che si collocano tra l'*outsourcing* e la privatizzazione, in cui gli enti pubblici e privati condividono finalità, mettono in comune le risorse e dividono le responsabilità per conseguire obiettivi tanto comuni quanto indipendenti. Essi differiscono dalla contrattazione tradizionale poiché il partner del settore privato investe il suo

⁸ Sul punto cfr., Grimsey D., Mervyn K. Lewis, *Public Private Partnerships – The Worldwide Revolution in Infrastructure Provision and Project Finance*, Edward Elgar, USA, 2005

⁹G. Pierson e P. McBride (1996), *Public/Private sector Infrastructure Arrangements*, *CPA Communique*, 73, 1-4

capitale e le proprie risorse in modo rischioso.

Tipologie di PPP

Nonostante la casistica dei PPP sia ampia ed eterogenea¹⁰, è possibile ricondurre ad alcune tipologie essenziali i possibili partenariati oggetto di studio e di applicazione pratica:

- *BOT (Build Operate Transfer)*. Sono quei contratti in cui il settore privato si assume la responsabilità sia per il reperimento delle risorse finanziarie necessarie alla realizzazione dell'opera, sia per la progettazione, per la costruzione e la gestione del progetto. Al termine del rapporto contrattuale la proprietà del progetto viene nuovamente trasferita al settore pubblico. Questo schema si adegua particolarmente ai paesi in via di sviluppo (Lo Cicero, 2003), essendo questi soggetti alle limitazioni poste dal F.M.I e dalla Banca Mondiale all'aumento dell'indebitamento del Paese, ma essendo anche necessarie infrastrutture pubbliche di elevato valore finanziario;
- *BOO (Build Own Operate)*. In questi accordi il controllo e la proprietà dei progetti resta in capo al privato, poiché questi finanzia, costruisce, possiede e gestisce un'infrastruttura a tempo indeterminato. Tale architettura contrattuale consente un'ampia casistica di investimenti, da quelli di piccola e media entità ai grandi impianti industriali, con il possibile coinvolgimento sia di investitori locali che di banche e investitori stranieri.
- *Leasing*. In questo caso solo parte del rischio è trasferito al settore privato.
- *Joint Ventures (JV)*. Si configurano quando i soggetti pubblico e privato agiscono congiuntamente sia nel finanziamento, sia nella proprietà, sia nella gestione di una facility.
- *Operations o management Contracts*. In questi PPP il settore privato viene coinvolto solo parzialmente, potendo, per esempio, limitarsi all'erogazione di un servizio o alla gestione dell'opera per specifici periodi di tempo.
- *Design, Build, Finance and Operate contracts (DBFO)*. Questi progetti offrono sia la progettazione sia la costruzione dell'oggetto contrattuale, includendo sia il finanziamento dell'opera sia la sua gestione per un certo periodo. La peculiarità di questa tipologia di PPP è data dalla costituzione di un consorzio a capo dell'operazione, attraverso una *Special Purpose Company* specificamente istituita. E' soprattutto questa modalità standard di contratto che definisce,

¹⁰ Sono noti, in base ai svariati casi pratici, molteplici tipologie di PPP. In base a una prassi consolidata queste si indicano con gli acronimi dedotti dalle definizioni adottate in lingua inglese. Oltre a quelli citati nel testo, di uso più generale, è possibile indicare PPP di tipo BLT (Build, Lease, Transfer), BLTM (Build, Lease, Transfer, Maintain), BTO (Build, Transfer, Operate), BOOR (Build, Own, Operate, Remove), BOOT (Build, Own, Operate, Transfer), LROT (Lease, Renovate, Operate, Transfer), DBFO (Design, Build, Finance, Operate), DCMF (Design, Construct, Manage, Finance) e DBFOM (Design, Build, Finance, Operate, Manage). Cfr. D. Grimsey, M. K. Lewis, *op. cit.*

nell'ambito della più ampia cornice del PPP, la specifica forma di P3 denominata *Project Financing*¹¹.

Inoltre, una distinzione generale tra i contratti di PPP può basarsi sul fatto che— allorché si tratti di realizzare un'opera o un'infrastruttura— si preveda che l'opera venga prima o poi trasferita alla P.A. o che rimanga per sempre di proprietà privata: le formule del B.O.O (*Build Own Operate*), del D.B.O.M. (*Design Build Own Maintain*), del D.B.F.O (*Design Build Finance Operate*) prevedono che l'opera resti privata, mancando il *transfer* al settore pubblico.

Le diverse classificazioni delle *Partnership* nel contesto dello sviluppo economico e della riqualificazione urbana e locale devono definire chiaramente:

- la finalità perseguita;
- i soggetti coinvolti;
- le modalità attuative (implementazione) della partnership;
- lo schema operativo più consono.

I contratti di Partenariato Pubblico Privato sopra descritti delineano una cornice ideale all'interno della quale è possibile collocare l'ulteriore istituto generale denominato *project financing*. In questo senso il PPP è un concetto più ampio anche dell'istituto comunitario della concessione di opere pubbliche¹².

Come si è visto, il P3 include ogni forma di collaborazione pubblico-privata per la realizzazione di un progetto che può avere ad oggetto la costruzione di un'opera pubblica o di un'infrastruttura (secondo la casistica più nota e studiata), ma anche la concessione di servizi¹³: il settore privato, con il suo *know-how*, può fornire un servizio pubblico non erogato prima del suo coinvolgimento o può offrirlo a prezzi più convenienti.

Il Partenariato Pubblico Privato ha la funzione di attrarre il settore privato in un'iniziativa di pubblica utilità che possa suscitare l'interesse, affinché sia disposto a finanziarla e ad assumersi il rischio della riuscita, condividendolo con la Pubblica Amministrazione.

La finanza di progetto rappresenta uno dei modelli di PPP sorto intorno agli anni venti negli USA nell'ambito del settore elettrico e petrolchimico privato, ma utilizzabile senza preclusioni in qualsiasi altro settore. Più specificamente il *Project Financing* è una tecnica finanziaria che consiste

¹¹ Cfr. Bentz, Groul, Halonen, *What should the State Buy?*, CMPO, University of Bristol, 2001

¹² Così, R. Virgilio, *Finanza di progetto nel sistema di realizzazione dei lavori pubblici*, in G. Morbidelli (a cura di), *Finanza di progetto*, G.Giappichelli editore, Torino, 2003.

¹³ Tale definizione è mutuata dall'ordinamento italiano, in quanto la concessione di servizi è disciplinata, nel nostro diritto interno come anche in Francia e in Germania, sia a livello centrale, cfr. legge 14 novembre 1995, n. 481, che locale, vedi artt. 113 e 113 *bis* legge n. 267/2000 e legge n. 448/2001, T.U..

nel finanziamento di una iniziativa economica, di cui si valuti la bontà e la capacità di remunerare il capitale investito. Tutta l'attenzione si concentra sulla idoneità del progetto finanziato a ripagarsi da solo e non sulla solvibilità del debitore e sulle garanzie da esso offerte. La *ratio* di questo istituto – insita nella sua stessa denominazione - è, quindi, non il finanziamento di un soggetto – persona fisica o giuridica – che intenda realizzare un'impresa e il suo merito di credito, ma il sostegno al progetto, di cui si valuta la validità economica e la capacità di sostenere e azzerare l'indebitamento.

Data la specificità e la complessità del tema, si rimanda ai numerosi studi e agli approfondimenti su questi particolari istituti, per comprenderne la struttura e il funzionamento¹⁴.

¹⁴ In particolare, si consiglia l'accesso ai siti dell'Unità Tecnica Finanza di Progetto: www.utfp.it e dell'Osservatorio Nazionale per il Project Financing –: www.infopieffe.it.

Riferimenti bibliografici

- CEC, *Structural Funds and Cohesion Funds 1994-1999: Regulations and Commentary*, Brussels, 1996
- EU Commission - Directorate-General Regional Policy, “*Partnership in the 2000-2006 programming period*”, Discussion Paper of DG Region, 2005
- RIDITT - Bic-Italia.net, *Venture Capital per l'innovazione*, 2004
- Casiraghi A., *Strumenti di finanza innovativa negli enti locali*, Forum P.A. 2006
- A.I.F.I., *Guida al capitale di rischio - Avviare e sviluppare un'impresa con il venture capital e il private equity*
- Trudu M., *Gli strumenti di finanza innovativa per gli enti locali*, IPSOA, 2005
- Anselmo P., *Business Angels ed investitori informali (Corso di aggiornamento formativo per operatori di servizi per l'innovazione e il trasferimento tecnologico)*, IBAN, 2004
- Dehò S., *Venture Capital*, Pino Partecipazioni S.p.A., 2004
- *Operazioni di Finanza straordinaria*, Editore il Sole 24 Ore
- Virgilio R., *Finanza di progetto nel sistema di realizzazione dei lavori pubblici*, in G. Morbidelli (a cura di), *Finanza di progetto*, G.Giappichelli editore, Torino, 2003

Link utili

- Agenzia per la promozione della ricerca europea
<http://www.apre.it/>
- Rete Italiana per la Diffusione dell'Innovazione e il Trasferimento Tecnologico alle Imprese
<http://www.riditt.it/page.asp>
- Associazione Italiana degli Investitori Istituzionali nel Capitale
<http://www.aifi.it>
- Bollettino dell'Innovazione Tecnologica
<http://www.ptu.sitech.it/bit/2003/N2/main.htm>
- CRIT Centro di Ricerca e Innovazione Tecnologica
<http://www.crit-research.it/it/home.htm>
- Unità Tecnica Finanza di progetto
www.utfp.it
- Osservatorio Nazionale sul Project Financing
www.infopieffe.it