



Cattedra

RELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

Indice

Abbreviazioni	
Introduzione.....	
Capitolo 1 – L’indebitamento degli enti locali	
1.1 Il debito pubblico	
1.1.1 Il debito pubblico centrale e locale (federalismo e autonomia finanziaria)	
1.1.2 Il mercato del debito pubblico locale	
1.1.3 Il debito degli enti locali e i limiti europei	
1.2 La gestione del debito	
1.2.1 La modifica titolo V della Costituzione	
1.2.2 La regolamentazione	
Capitolo 2 – Le società municipalizzate	
2.1 L’evoluzione nel tempo: dalle municipalizzate alla privatizzazione	
2.1.1 Privatizzazioni	
2.1.2 Riorganizzazioni delle società ex - municipalizzate	
2.2 Le società partecipate dagli enti locali	
2.2.1 Natura giuridica e motivazioni di fondo	
2.2.2 Cenni sul quadro normativo	
2.2.3 Il ruolo della Corte dei Conti	
Capitolo 3 – Caso studio: Gruppo Hera, la prima multiutility italiana	
3.1 Introduzione	
3.1.1 Gruppo Hera	

3.2 Privatizzazione

3.2.1 Cambiamento della struttura organizzativa

3.2.2 La diversificazione multiutility

3.3 Emissioni di debito

3.3.1 Tipologie di emissione

3.3.2 Strategie di emissione

Conclusioni.....

Bibliografia.....

Il debito pubblico rappresenta un tema centrale e sempre attuale nella politica economica italiana, un peso causato principalmente dagli interessi che vi gravano, e che spesso costringe a consistenti tagli della spesa pubblica e del welfare nel rispetto dei vincoli europei. Negli ultimi quindici anni la sua crescita è stata inarrestabile, in particolare nel 2011 il nostro Stato come altri Paesi dell'Eurozona è diventato bersaglio di attacchi speculativi che hanno minato la fiducia dei risparmiatori e fatto lievitare la spesa per interessi. Al fine di migliorare la dinamica del debito pubblico, lo Stato ha realizzato la riforma in chiave federale nel 2001, con particolare riguardo all'autonomia degli enti locali. Nel primo capitolo, dopo aver fornito la definizione di debito pubblico, mi soffermo sulle principali teorie quali quella macroeconomica keynesiana e l'analisi del debito pubblico di Ricardo. Successivamente mi focalizzo sull'evoluzione storica del debito pubblico, le fonti di finanziamento degli enti locali e i limiti europei derivanti dalla crescita costante del debito negli ultimi anni. Infine, con riferimento alla gestione del debito, prendo in considerazione la modifica del titolo V della Costituzione, nello specifico i motivi e la regolamentazione. Nel secondo capitolo si approfondisce il concetto di società municipalizzate, seguendo un filone storico che va dalla privatizzazione alla riorganizzazione delle società ex-municipalizzate. Successivamente mi concentro sul sempre attuale dibattito sulla natura giuridica di queste società, per poi andare ad approfondire la disciplina e, infine, il ruolo della Corte dei Conti nel controllo degli enti e delle società partecipate pubbliche. Il terzo capitolo presenta il caso studio riguardante il Gruppo Hera, la prima multiutility italiana. In questo caso vengono richiamati alcuni concetti sulla formazione storica della società, sull'ambito di applicazione del servizio fornito e alcune statistiche a supporto degli argomenti; successivamente analizziamo il processo di privatizzazione, in particolare il cambiamento della struttura organizzativa e la scelta di una strategia di diversificazione multiutility. Per concludere si analizzano le emissioni di debito poste in essere dalla società, con riferimento alle tipologie di strumenti e alle strategie di emissione che riguardano le opere da finanziare.

L'indebitamento degli enti locali

1.1 Il debito pubblico

“Il debito pubblico rappresenta le passività contratte da uno Stato per far fronte al proprio fabbisogno. Precisamente uno Stato investe denaro per offrire servizi ai propri cittadini, sostenere la propria crescita economica e investimenti produttivi, nonché per finanziare il proprio deficit che si verifica nel caso in cui le uscite superino le entrate” (M. Losi Il Sole 24 ore, 2019). Per i motivi descritti precedentemente la gestione del debito pubblico rappresenta uno dei compiti principali di ogni governo. Le amministrazioni pubbliche spendono e incassano. Le entrate principali rilevanti riguardano le imposte dirette e indirette, nonché quelle per contributi sociali; le voci di spesa più significative sono l'acquisto di beni e servizi, gli investimenti, le retribuzioni, i trasferimenti di parte corrente e in conto capitale, gli interessi. Il settore pubblico si dice in disavanzo quando le uscite sono maggiore delle entrate: il fabbisogno si calcola come la somma del disavanzo e di altri esborsi che riguardano attività finanziarie e partecipazioni. L'indebitamento rappresenta la soluzione in caso di disavanzo; nel caso contrario, quindi entrate che eccedano le uscite, il settore riduce il debito complessivo.” La variazione del debito pubblico corrisponde al fabbisogno, perciò il debito di un paese risulta uguale alla somma di tutti i fabbisogni (positivi e negativi) sino a quella data (L. Spaventa, 1992)”. Lo Stato si finanzia attraverso un numero variegato di strumenti tra i quali il più adoperato è costituito sicuramente dall'emissione di titoli, a loro volta vengono sottoscritti da famiglie, imprese e intermediari finanziari. Tutti gli Stati adoperano i medesimi strumenti per il finanziamento, il più noto è probabilmente il Bund tedesco, che in quanto a caratteristiche risulta simile al nostro Buono del Tesoro Poliennale (Btp). Con riferimento alle caratteristiche generali dei titoli di debito la differenza più rilevante è quella che riguarda le scadenze. A questo proposito si distinguono titoli a breve termine, emessi generalmente per far fronte a momentanee esigenze di cassa o utilizzati per la trasmissione di politica monetaria, e titoli a scadenza medio – lunga adoperati per affrontare disavanzi durevoli del bilancio (F. Mishkin, S. Eakins, E. Beccalli, 2019). In Italia i titoli vengono emessi dal Ministero del Tesoro, di seguito la classificazione: a breve termine, i Buoni Ordinari del Tesoro (Bot, dai 3 ai 12 mesi) o i Certificati del Tesoro zero coupon (Ctz, scadenza a 24 mesi e senza cedole), a medio lungo termine vengono emessi i Buoni Poliennali del tesoro (dai 3 ai 30 anni) o i Certificati di Credito del Tesoro (7 anni).

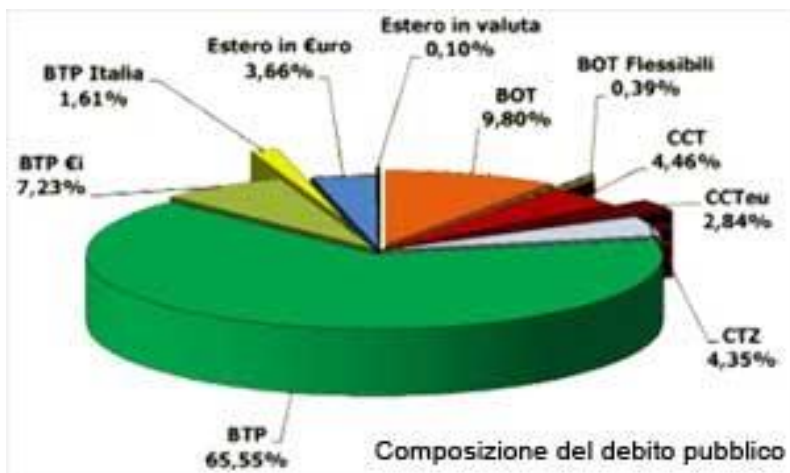


Grafico 1

Fonte: finanzaonline

Come abbiamo appena accennato, uno Stato emette debito con il fine principale di finanziare il proprio deficit, vale a dire il disavanzo che si verifica nel momento in cui le uscite siano superiori alle entrate. La spesa pubblica e in particolare l'interesse sul debito (somma corrisposta a titolo di interesse ai sottoscrittori), che spesso viene tralasciato, sono le due variabili da considerare per il calcolo delle uscite di uno Stato. In Italia, per esempio, è proprio l'interesse sul debito a provocare un impatto negativo sui conti pubblici. Uno dei rapporti più utilizzati per la misurazione dello stato di salute di un Paese è il rapporto debito/Pil, cioè il rapporto tra l'ammontare del debito pubblico e il Prodotto interno lordo (Mattia Losi Il Sole 24 ore, 2019). Possiamo definire il Pil come il "reddito totale di tutti coloro che partecipano al sistema economico o la spesa totale per l'acquisto dei beni e dei servizi finali prodotti dal sistema economico" (Mankiw N. G. e M.P.Taylor, 2015). Ciò che è importante per uno Stato è la possibilità di onorare il proprio debito, per questo motivo è fondamentale che debito e PIL crescano allo stesso tasso affinché il rapporto risulti costante; in caso contrario, il numeratore diventerebbe un multiplo sempre più grande del denominatore provocando, a un certo punto, una situazione in cui lo Stato non è più in grado di rimborsare il capitale alla scadenza. Questo rapporto, essendo costituito da uno stock e un flusso, è un indicatore dal significato incerto: empiricamente un valore elevato non corrisponde a una situazione della finanza pubblica particolarmente critica. A questo proposito bisogna prendere in considerazione la situazione economica attuale e le aspettative degli investitori (rilevante in situazioni di instabilità finanziaria). La teoria economica nel corso del tempo si è preoccupata di definire le funzioni del debito pubblico. La prima e più nota funzione che si attribuisce al debito pubblico riguarda la modificazione dell'attività economica, ricollegata alla tradizione Keynesiana, intesa come stabilizzazione del ciclo economico e dei movimenti dei prezzi. La seconda funzione, che si colloca al centro del dibattito sul debito iniziato da Ricardo, si riferisce a una redistribuzione intergenerazionale. In altre parole, finanziare la spesa pubblica attraverso l'emissione di debito piuttosto che con imposte significa addossare l'onere del debito a generazioni future. La terza funzione, chiamata tax smoothing e proposta da Barro nel 1979, parte dall'ipotesi che sarebbe ottimale un sistema di imposizione fiscale stabile, mantenendo le aliquote costanti nel tempo; a questo proposito il debito pubblico viene utilizzato per mantenere le aliquote inalterate evitando modifiche derivate da shock esogeni. Per esempio

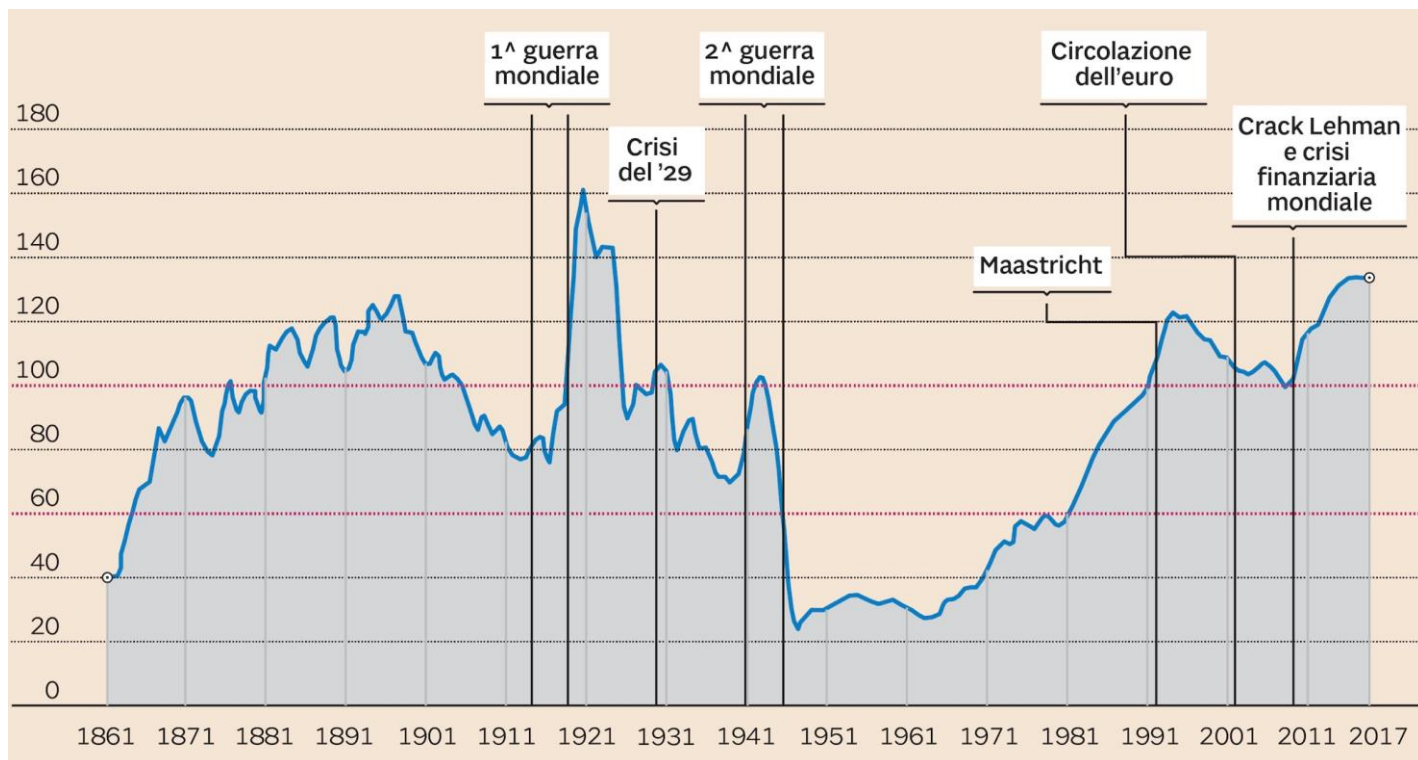
in anni di bassi redditi o di spesa elevata, un bilancio pubblico in disavanzo è necessario. Nella quarta funzione “Lo Stato si presenta quindi come innovatore finanziario” (P. Bosi, 2015), in questo caso il debito è inteso come uno strumento di allargamento dei mercati finanziari permettendo agli operatori economici di realizzare transazioni che in caso contrario non sarebbero state possibili. A questo punto dell’analisi ci concentriamo sulle problematiche che riguardano la seconda funzione e che ruotano attorno al teorema dell’equivalenza ricardiana. Nella teoria macroeconomica Keynesiana il debito pubblico, dalla parte dei sottoscrittori, rappresenta un impiego finanziario della ricchezza, può quindi rientrare nella ricchezza privata di un individuo nell’economia e che per semplicità indichiamo con “W”. Dato un aumento di questa ricchezza si determina un effetto positivo sui consumi e sulla domanda di attività finanziarie. Analizziamo questa relazione facendo riferimento al modello IS – LM di stampo keynesiano, generalmente utilizzato per analizzare gli effetti della politica fiscale e della politica monetaria sull’equilibrio macroeconomico, definito come “la coppia di valori del tasso di interesse e del reddito di equilibrio contemporaneo per il mercato dei beni e per quello della moneta” (Tiziana Assenza, 2012). Un aumento della spesa finanziato con l’emissione di titoli determina uno spostamento della IS verso destra e uno spostamento della LM verso l’alto: questo perché nel breve periodo vi sarebbe uno stimolo ai consumi con conseguente aumento della domanda di beni e servizi e quindi della produzione aggregata e dell’occupazione (IS), ma nel contempo una riduzione del risparmio privato determina un aumento del tasso di interesse (LM). A questi risultati della teoria keynesiana si contrappone Barro nel 1974, il quale utilizzando un modello a generazioni sovrapposte, sostiene la tesi per cui il debito non debba essere incluso nella ricchezza finanziaria del settore privato. Il punto centrale della sua teoria riguarda il fatto che nel breve periodo questo aumento di ricchezza privata risulti apparente, in quanto in futuro i soggetti dell’economia sopporteranno un superiore carico fiscale imposto dallo Stato per trovare copertura finanziaria agli interessi da versare ai sottoscrittori dei titoli e al capitale a scadenza. L’analisi di Ricardo, conosciuta come equivalenza ricardiana, porta alle medesime conclusioni analizzate in precedenza: prestito e imposta sono strumenti equivalenti, l’analogia tra debito pubblico e privato non è corretta, l’onere del debito non può essere trasferito alle generazioni future. Ipotizzando una lungimiranza nel comportamento dei consumatori, l’implicazione è che un taglio delle imposte finanziate con il debito lascia inalterato il consumo, gli individui infatti risparmiano adesso (la riduzione del risparmio pubblico è compensata dall’aumento del risparmio privato) per coprire le spese derivanti dal maggior carico contributivo futuro implicito nell’abbattimento attuale delle imposte. Anche se porta alle medesime conclusioni, il problema è affrontato in due diverse circostanze: spiegazione macroeconomica e microeconomica. La prima tesi, di stampo macroeconomico ipotizza: i prestiti pubblici implicano il pagamento di interessi periodici ai sottoscrittori, lo Stato per pagare dovrà necessariamente aumentare le imposte, il prestito si risolve in un trasferimento delle risorse dalle mani dei contribuenti a quelle dei sottoscrittori (trasferimento dalla mano destra alla mano sinistra). L’aumento del debito non si traduce quindi in un trasferimento intergenerazionale. Nella tesi microeconomica concentra l’analisi sulla differenza tra comportamenti perfettamente razionali, propri del consumatore lungimirante dell’equivalenza ricardiana e comportamenti dell’uomo comune, in particolare sui seguenti concetti: l’attenzione per gli eredi, la lunghezza dell’orizzonte dell’individuo e lo sconto delle imposte future. In questo caso il concetto di onere assume un

significato più soggettivo rispetto alla tesi macro. Riprendendo la tesi neoclassica è possibile prendere in considerazione il processo di scelta di un consumatore come la massimizzazione di una funzione di utilità intertemporale, analizzando l'onere del consumatore, come affermato in precedenza, in maniera soggettiva, ossia come un 'sacrificio di utilità'. Ritornando all'osservazione sul comportamento del contribuente, Ricardo, attraverso alcuni esempi, evidenzia come il contribuente tipico sia affetto da 'una qualche forma di illusione'. Nella sua opera *Essay on the funding system* distingue il comportamento perfettamente razionale, da cui scaturisce l'equivalenza tra debito e imposta, da quello del contribuente tipico affetto da forme di illusione, rendendo perfettamente l'idea del comportamento dell'uomo comune focalizzato solamente sul presente, piuttosto che sul futuro. Ma Ricardo porta questa conclusione ancora più avanti arrivando ad ipotizzare che, dato l'orizzonte temporale finito, l'uomo potrebbe pensare di non dover pagare le imposte future. Ma se quest'ultimo ha interesse a lasciare la propria fortuna agli eredi l'ipotesi precedente sarebbe irrilevante. Quindi eliminando dalla teoria l'ipotesi che riguarda il benessere degli eredi si ritorna all'equivalenza iniziale.

1.1.1 Il debito centrale e locale

Anche altri soggetti pubblici oltre lo Stato possono emettere debito. "Il debito pubblico può quindi essere suddiviso in debito pubblico dell'amministrazione centrale e debito pubblico delle amministrazioni locali" (M. Francese, A. Pace, 2008). Le amministrazioni centrali comprendono gli enti di competenza generale, con compiti che si estendono su gran parte del territorio nazionale, mentre le amministrazioni locali svolgono la propria attività solo su quella porzione di territorio su cui esercitano la propria sovranità. Il nostro ordinamento nel corso del tempo è stato attraversato da numerose spinte innovative che hanno portato a un graduale decentramento delle competenze dallo Stato a favore di Regioni e Enti locali, con particolare riguardo alla materia fiscale e finanziaria. Per questo motivo l'introduzione del federalismo fiscale è considerata come una tappa importante e facente parte del processo di riforma costituzionale avviato nel 2001 con la riforma del Titolo V, Parte II, della Costituzione, di cui parleremo in maniera più specifica in seguito. La legge delega n. 42 del 2009 avrebbe dovuto concretizzare definitivamente il processo iniziato anni prima, agendo sugli articoli 117, 118, 119, e nel titolo V nel suo complesso. Di fatto, tale intervento legislativo, rimandando la disciplina a nove decreti, ha posticipato il completamento della riforma. La conseguenza è che, ad oggi, il quadro attuativo della delega non risulta in alcun modo completo, con particolare riferimento alle Regioni a statuto ordinario. L'attuazione è diversa con riferimento alle autonomie speciali che, godendo di un particolare status nell'ordinamento italiano, si presentano a uno stato più avanzato. Come abbiamo visto l'attuale situazione della finanza pubblica decentrata in Italia è il risultato di una profonda riforma, che ha lasciato sostanzialmente invariate le funzioni attribuite agli enti decentrati rispetto alle innovazioni degli anni '70, concentrandosi invece sui processi istituzionali delle scelte pubbliche e sulle modalità di finanziamento. Negli anni '70 assistiamo in

Italia all'affermazione del modello della finanza derivata, che poneva le sue radici su una forte presenza centrale riguardo le scelte delle autonomie, attraverso trasferimenti erariali e vincoli amministrativi. I limiti di questo modello risultarono subito evidenti. A partire dagli anni 90 con la legge 142 e proseguendo con la legge Bassanini, il nuovo assetto dei rapporti economico-finanziari tra lo Stato e le autonomie territoriali che cominciò a svilupparsi risulta incentrato sul superamento del sistema di finanza derivata, responsabile dell'incremento della irresponsabilità finanziaria generale, e sulla maggiore autonomia posta a carico degli enti decentrati. Ciò ha comportato la complessiva riduzione del ruolo del settore statale nel finanziamento delle funzioni pubbliche decentrate, la crescita dell'intermediazione finanziaria statale e l'emissione di titoli pubblici locali, che hanno determinato la tendenza strutturale all'espansione del debito delle amministrazioni locali. Senza un quadro di coordinamento delle politiche di indebitamento e riforme strutturali mirate, tali tendenze comportano diversi rischi per il sistema di finanza pubblica nel suo complesso. A questo proposito, a causa dell'aumento costante del debito pubblico degli ultimi anni, è necessario ricordare gli sforzi che l'Italia ha dovuto affrontare, e dovrà continuare a sopportare, per rimanere agganciata all'Europa. La politica economica è monetaria è stata condizionata in maniera significativa dal crescente valore del debito, avendo come conseguenza l'introduzione di vincoli restrittivi che coinvolgono l'intera pubblica amministrazione e in particolare gli enti locali. In base al Patto di stabilità e di crescita, sancito con il Trattato di Amsterdam, gli enti locali sono chiamati a pianificare gli investimenti, controllando il livello del debito. Il Patto di stabilità e crescita si concretizza in una complessiva riduzione del disavanzo e del rapporto debito/Pil. L'insieme dei provvedimenti si conciliano con il riconoscimento dell'autonomia finanziaria. Numerosi provvedimenti, che approfondiremo in seguito, sono stati emanati a causa delle recenti crisi economiche, come la crisi del debito sovrano nell'area euro, la quale pone le sue radici nella crisi del settore dei mutui residenziali statunitensi. In seguito alla crisi dei mutui subprime, termine che sta a indicare la concessione di mutui ad alto rischio, ossia a clienti che in condizioni normali non avrebbero ottenuto credito in quanto non sarebbero in grado di offrire sufficienti garanzie, numerosi istituti di credito hanno sperimentato gravi difficoltà finanziarie e sono stati salvati da interventi pubblici. Questi ultimi hanno aumentato gli squilibri di finanza pubblica dei paesi più vulnerabili, provocando di conseguenza una contrazione del Pil a livello globale dell'uno per cento circa nel 2009 (Consob, la crisi del debito sovrano). In particolare, "mentre i principali paesi in via di sviluppo hanno sperimentato una significativa riduzione dei propri tassi di crescita, i paesi industrializzati hanno registrato una variazione negativa del prodotto interno lordo. Per l'Italia la contrazione del Pil nel 2009 è risultata prossima al 5 per cento, una delle più gravi recessioni dal dopoguerra" (Consob, la crisi del debito sovrano). Di seguito un grafico che riassume l'andamento del debito pubblico italiano dall'unità a oggi.



Fonte: Il Sole 24 Ore

Il mercato del debito pubblico locale

La struttura del sistema finanziario che permette alle amministrazioni locali di prendere a prestito fondi è molto variegata e non di facile intuizione, sviluppata come conseguenza di interventi normativi e di processi di innovazione della finanza pubblica che abbiamo accennato in precedenza. L'effetto generale sulle autonomie locali non risulta particolarmente soddisfacente in quanto, riduzioni dei trasferimenti dall'alto ed una limitata autonomia finanziaria provocano una costante difficoltà nel reperimento delle risorse. "La disciplina dell'indebitamento di Regioni e Enti Locali ha come fine ultimo la stabilità macroeconomica del sistema, assegnando al governo centrale la funzione di stabilizzazione, ossia il finanziamento delle spese correnti in deficit. Le amministrazioni locali italiane possono indebitarsi esclusivamente per coprire lo squilibrio tra spese in conto capitale pianificate nel bilancio preventivo (in coerenza con il bilancio pluriennale) e le entrate della stessa natura" (L. Greco, D. Iacovoni, 2004). Il divieto che l'indebitamento venga adoperato per coprire le spese correnti è stato sancito in una pluralità di atti normativi a partire dagli anni '70 ed è stato inserito nel nuovo testo dell'art. 119 della Costituzione. A questo proposito con la legge n. 350/03 (Legge finanziaria per il 2004), per scongiurare comportamenti opportunistici degli enti, vengono chiariti i concetti di debito e investimento. Inoltre,

facendo riferimento al caso degli enti locali, mentre il Dlgs. n. 267/00 (Testo Unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali) tratta in maniera complementare progetti di investimento e operazioni di indebitamento, il comma 2 dell'art. 41 della legge n. 448/01 attenua tale norma (Legge finanziaria per il 2002), e “consente agli enti locali di ristrutturare il proprio debito ponendo come unico limite che il valore delle passività non aumenti” (L. Greco, D. Iacovoni, 2004). I vincoli di indebitamento da un lato e la maggiore flessibilità delle risorse finanziarie dall'altro hanno come conseguenza il fatto che la scelta dello strumento finanziario più adatto è divenuto un percorso obbligatorio per gli amministratori locali, che tenga conto degli oneri e delle tempistiche riguardo la complessità delle procedure. “In un'analisi economica e finanziaria comparativa, si possono individuare tre distinte fasi” (M. Nigro, 2001): individuazione dell'opera da finanziare, verifica della capacità di indebitamento e analisi degli strumenti alternativi di finanziamento. La prima fase riguarda la scelta dell'opera da finanziare, di particolare rilevanza nel caso di piccoli comuni il vincolo di razionamento del capitale: dato che le risorse da destinare al finanziamento sono molto limitate influiscono sulla realizzazione di più opere contemporaneamente per cui, dato il vincolo, si adopera una scelta. La seconda fase (capacità di indebitamento) si concentra su un'analisi finanziaria della capacità di indebitamento, considerando la variabilità dei tassi di interesse nel breve e nel lungo periodo sottoposti al grado di incertezza tipico dei mercati finanziari. Nel breve periodo la stima di questi fattori non causa grossi problemi, ma nel lungo periodo ciò diventa particolarmente complicato. Solo dopo questa analisi è possibile procedere alla selezione della fonte di finanziamento degli investimenti più adeguata tra quelle previste dal testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali (TUEL):

- a) “entrate correnti destinate per legge agli investimenti;
- b) avanzi di bilancio, costituiti da eccedenze di entrate correnti rispetto alle spese correnti aumentate delle quote capitali di ammortamento dei prestiti;
- c) entrate derivanti dall'alienazione di beni e diritti patrimoniali, riscossioni di crediti, proventi da concessioni edilizie e relative sanzioni;
- 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;
- e) avanzo di amministrazione, nelle forme disciplinate dall'articolo 187;
- f) mutui passivi;
- g) altre forme di ricorso al mercato finanziario consentite dalla legge” (M. Nigro, 2001).

In questa analisi, con particolare riferimento ai mutui passivi, possiamo distinguere tre canali principali: Cassa Depositi e Prestiti, sistema bancario, emissioni obbligazionarie. Circa il 45% del debito è costituito da mutui nei confronti del sistema bancario; il 24% è rappresentato da titoli obbligazionari; la quota rimanente è essenzialmente costituita da mutui concessi dalla Cassa depositi e prestiti.

La Cassa Depositi e Prestiti

Venne istituita con la Legge n.1097 del 1850, rappresenta il canale di reperimento risorse più noto a tutta la pubblica amministrazione italiana. Solo nel 1928 le viene riconosciuta la possibilità di destinare le risorse raccolte tramite i buoni postali agli investimenti di enti locali, istituti di istruzione e beneficenza. “Il suo ruolo centrale come canale di reperimento delle risorse si spiega con il livello contenuto del costo di finanziamento che questa istituzione riesce a garantire” (Greco. L, D. Iacovoni, 2004). Inoltre non si concentra sulla massimizzazione del profitto e non è soggetta ai criteri di vigilanza prudenziale bancaria ed è soggetta a un trattamento fiscale più favorevole e da una ingente liquidità derivata dalle modalità di reperimento delle risorse. Anche il rapporto diretto con gli enti locali e la specializzazione della procedura di reperimento dei fondi contribuiscono a consolidarne la posizione di favore. La trasformazione in società per azioni del 2003 non ha apportato novità al sistema precedentemente descritto. Fattore di innovazione sono le obbligazioni di tipo covered per il finanziamento delle società operano nel settore dei servizi pubblici locali. Il termine covered si riferisce alle “obbligazioni garantite, ossia un’obbligazione caratterizzata da un profilo di rischio molto basso e elevata liquidità” (Borsa Italiana, 2007). Data la natura di promotore finanziario e gestore del risparmio postale italiano è collocata al di fuori del Bilancio Pubblico. Nel contempo gestisce partecipazioni societarie di imprese nazionali e eroga mutui a sostegno delle famiglie in difficoltà o numerose, giovani coppie e disabili. Il prodotto finanziario offerto si concretizza in un mutuo emesso a condizioni vantaggiose per l’acquisto della prima casa o per opere di ristrutturazione, caratterizzato inoltre da un trattamento fiscale agevolato. Tra i prodotti finanziari offerti il più rilevante è sicuramente il buono postale, emesso dalla Cassa Depositi e Prestiti per la raccolta delle risorse economiche necessarie per la promozione e lo sviluppo di attività economiche, caratterizzati da garanzia diretta dello Stato e da un ulteriore trattamento fiscale agevolato. Inoltre gli enti locali si avvalgono delle suddette modalità per l’affidamento alla Cassa depositi e prestiti della gestione del finanziamento delle opere di interesse pubblico, che riguardano: “sostegno alle aziende fornitrici di servizi, finanziamenti a supporto dei progetti di investimento a lungo termine e partecipazioni a fondi di investimento incentrati sullo sviluppo di settori innovativi” (Quifinanza, 2018). Il percorso di raccolta si rifà all’azione di diversi soggetti: lo Stato emette i buoni; le casse postali li collocano sul mercato; la Cassa Depositi e Prestiti investe il denaro raccolto, concedendo mutui agli enti locali. A seguito della riorganizzazione della Cassa vengono rilevate alcune modifiche che riguardano le procedure di concessione ed erogazione delle risorse. In particolare si articola in diverse fasi: la domanda di mutuo richiesta dall’ente deve contenere la relativa documentazione (l’oggetto dell’investimento e il fabbisogno finanziario), nel rispetto del vincolo di destinazione prefissato. “Sulla base della documentazione richiesta, l’ente produrrà gli atti istruttori per concludere la procedura. Il Direttore Generale propone al Consiglio di Amministrazione dell’Istituto (organo deputato alla concessione formale dei mutui, il cui presidente è il Ministro del Tesoro) di valutare le istruttorie” (M. Nigro, 2001), le quali saranno presentate al Consiglio di Amministrazione dell’Istituto (organo deputato alla concessione formale dei mutui, il cui presidente è il Ministro del Tesoro) dal Direttore Generale. Il procedimento si conclude con l’emanazione

delle cosiddette *determine* che acquisiscono valore di decreto di concessione. A concessione avvenuta, l'erogazione delle somme non prevede la presentazione di ulteriori documenti che giustifichino la spesa, ma è sufficiente una dichiarazione confermi e stabilisca le spese da addebitare. I prodotti finanziari offerti specificamente agli Enti Locali sono di tre diverse tipologie:

- “Prestito Investimenti Fondo Sviluppo e Coesione (PFSC): rivolto a Comuni, Città Metropolitane e Province che hanno fatto richiesta o sono già assegnatari di un contributo, sulla base delle risorse del Fondo Sviluppo e Coesione. Il Prestito Investimenti Fondo Sviluppo e Coesione fornisce la certezza della copertura finanziaria (anche per l'eventuale quota a carico del tuo Ente) per la realizzazione degli interventi previsti, a partire da 5.000€, avendo come obiettivo il completamento della procedura in maniera celere e efficace. Le somme erogate devono essere rimborsate obbligatoriamente, in assenza di oneri aggiuntivi;
- Prestito Flessibile Grandi Opere (PFGO): destinato a Comuni, Città Metropolitane e Province, questo tipo di prestito sostiene investimenti caratterizzati da tempi di realizzazione molto lunghi, l'erogazione è divisa in più tranches e per il rimborso del capitale è previsto un piano di ammortamento a lungo termine;
- Anticipazioni di Liquidità (AdL): rivolto a Regioni e Province Autonome, Comuni, Città Metropolitane e Province. Con questo strumento si consente agli enti di velocizzare i pagamenti verso i creditori attraverso anticipazioni di liquidità destinate al pagamento di debiti certi, liquidi ed esigibili che si riferiscono a somministrazioni, forniture, appalti e obbligazioni per prestazioni professionali” (https://www.cdp.it/sitointernet/it/pubblica_amministrazione.page).

Il sistema bancario

Il settore bancario e la concessione di mutui al settore pubblico rappresentano da sempre una percentuale rilevante del debito consolidato delle amministrazioni locali. Ma con l'affermazione della disciplina sulle emissioni obbligazionarie degli enti locali, la suddetta quota è diminuita stabilizzandosi al 45% del debito complessivo. La rilevanza del settore bancario risiede nel passato e pone le sue radici nella specializzazione dei finanziamenti del settore pubblico e nella trasparenza del settore (oggi prevalentemente privato) nell'offerta del credito. Il tutto si articola in uno scenario più concorrenziale che in passato, quando gran parte del sistema bancario era pubblico. Con riguardo ai canali di reperimento delle risorse si distinguono depositi di vario tipo e titoli obbligazionari. Il risk pooling, meccanismo tramite il quale un rischio sopportato individualmente viene ripartito a livello collettivo, rappresenta uno dei vantaggi del ricorso al settore in quanto “l'intermediario ha la possibilità di conseguire un merito di credito superiore ai singoli enti finanziandosi a condizioni più vantaggiose” (F. Mishkin, S. Eakins, E. Beccalli, 2019).

Tabella 1

Mutui concessi, debito residuo e rate di ammortamento delle Regioni e Province autonome nel periodo 2001 – 2020 (milioni di euro)

ANN O	Mutui conces si	Variaz ioni assolu te	Variaz ioni %	Debi to resid uo	Variaz ioni assolu te	Variaz ioni %	Ra te am m.	quot a capit ale	quot a inter essi
2001	2.574	921	55,7	4.062	-365	-8,2			
2002	2.622	47	1,8	6.522	2.460	60,6	808	479	329
2003	2.515	-106	-4,1	7.898	1.376	21,1	997	621	376
2004	1.498	-1.018	-40,5	9.504	1.605	20,3	1.096	718	378
2005	1.657	160	10,7	10.758	1.255	13,2	1.257	846	411
2006	3.622	1.965	118,6	11.692	934	8,7	1.364	887	477
2007	1.569	-2.053	-56,7	14.081	2.389	20,4	1.205	776	429
2008	4.143	2.574	164,0	14.649	568	4,0	2.092	1.419	674
2009	952	-3.191	-77,0	15.578	929	6,3	1.827	1.188	638
2010	2.382	1.429	150,1	15.679	101	0,6	1.745	1.205	540
2011	1.964	-418	-17,5	17.120	1.441	9,2	1.940	1.333	607
2012	446	-1.519	-77,3	17.438	319	1,9	1.896	1.263	633
2013	461	15	3,5	16.528	-910	-5,2	1.892	1.327	564
2014	222	-239	-51,8	15.190	-1.338	-8,1	1.693	1.177	516
2015	1.604	1.382	622,4	14.432	-758	-5,0	1.497	983	514

2016	2.303	699	43,6	14.03	-397	-2,8	1.396	898	498
				5					
2017	1.268	-1.035	-44,9	14.78	747	5,3	1.393	869	524
				1					
2018	1.189	-79	-6,2	15.11	331	2,2	1.245	713	532
				3					
2019	1.146	-43	-3,6	16.05	943	6,2	1.100	523	577
				6					
2020				16.16	104	0,6			
				0					

Fonte: Ministero delle Finanze (2019)

Nel prospetto sopra riportato la serie storica dati in serie storica relativi alle concessioni di mutui, al debito residuo e all'ammontare delle rate dovute dalle Regioni e dalle Province autonome. Analizzando la procedura, ogni ente, nella formulazione della domanda di finanziamento, deve specificare l'importo e lo scopo del mutuo. "La disciplina delle aperture di credito degli enti locali è stata trattata per la prima volta dalla legge 311/2004 (finanziaria 2005), che ha introdotto, nel TUEL, l'articolo 205-bis, rubricato Contrazione di apertura di credito. Il nuovo articolo è stato modificato con l'art. 1-sexies, comma 1, lett. a), del DL 31.3.05, n. 44, convertito con la legge 31.5.05, n. 88. Secondo le disposizioni dell'art. 205-bis TUEL, i contratti di apertura di credito devono necessariamente, a pena di nullità, essere stipulati in forma pubblica e contenere determinate clausole e condizioni che analizziamo di seguito:

- la banca deve effettuare erogazioni totali o parziali dell'importo del contratto su richiesta dell'ente e previo rilascio da parte di quest'ultimo delle relative delegazioni di pagamento ai sensi dell'articolo 206. L'erogazione dell'intero importo messo a disposizione al momento della contrazione dell'apertura di credito ha luogo nel termine massimo di tre anni ferma restando la possibilità per l'ente locale di disciplinare contrattualmente le condizioni economiche di un eventuale utilizzo parziale;
- gli interessi sulle aperture di credito devono riferirsi ai soli importi erogati. L'ammortamento di tali importi deve avere una durata non inferiore a cinque anni;
- le rate di ammortamento devono essere comprensive, sin dal primo anno, della quota capitale e della quota interessi;
- unitamente alla prima rata di ammortamento delle somme erogate devono essere corrisposti gli eventuali interessi di preammortamento, gravati degli ulteriori interessi decorrenti dalla data di inizio dell'ammortamento e sino alla scadenza della prima rata;

- e) deve essere indicata la natura delle spese da finanziare e, ove necessario, avuto riguardo alla tipologia dell'investimento, dato atto dell'intervenuta approvazione del progetto o dei progetti definitivi o esecutivi, secondo le norme vigenti;
- f) deve essere rispettata la misura massima di tasso applicabile alle aperture di credito i cui criteri di determinazione sono demandati ad apposito decreto del Ministro dell'economia e delle finanze con il Ministro dell'interno.

Il ricorso all'apertura di credito è seguito dall'approvazione del rendiconto dell'esercizio del penultimo anno precedente e del bilancio di previsione, come indicato dall'articolo 203, comma 1, TUEL" (M. Esposito, 2005).

Le emissioni obbligazionarie degli enti territoriali italiani

Le obbligazioni degli enti territoriali, introdotte dalla legge n. 142 del 1990, rappresentano una rivoluzione per quel che riguarda la disciplina di finanziamento degli enti locali. La parte più significativa di queste emissioni è determinata dalle regioni che, date le maggiori dimensioni, sono in grado di presentarsi al mercato con opportunità maggiori specialmente per gli intermediari finanziari che si occupano del collocamento. Per la disciplina che riguarda le caratteristiche dei titoli obbligazionari, nonché l'ammontare delle commissioni di collocamento da corrispondere agli intermediari autorizzati e i criteri di quotazione sul mercato secondario, si fa riferimento alla legge n. 724/1994. Quest'ultima ha subito delle modifiche derivanti dal fatto che fossero presenti una serie di vincoli amministrativi che ne hanno limitato lo sviluppo. Infatti con l'articolo 41 della legge n. 448/01 la procedura è stata notevolmente semplificata. In altre parole, la suddetta disciplina concede agli enti locali di collocare titoli sul mercato col fine ultimo di reperire risorse da destinare al finanziamento degli investimenti. Per quanto riguarda la scelta dell'intermediario incaricato della gestione del collocamento, non c'è una specifica disciplina in quanto l'ente può scegliere l'intermediario reputato più valido a gestire l'operazione. Ci sono due differenti metodi di collocamento:

1. collocamento a fermo, in cui l'intermediario quale si impegna a sottoscrivere l'intero ammontare del prestito, garantendo l'esito positivo dell'operazione, e successivamente a collocarlo presso altri investitori istituzionali;
2. collocamento con offerta pubblica di sottoscrizione, in cui i titoli vengono sottoscritti direttamente dai risparmiatori, per le quote non eventualmente sottoscritte interviene l'intermediario.

Bisogna dire che la disciplina descritta dalla legge n. 724/1994 riguardo l'emissione è simile a quella che concerne la concessione di mutui con riferimento alle norme che riguardano il bilancio dell'ente e i vincoli di indebitamento, considerato che l'emissione è stata intesa come metodo di finanziamento alternativo al mutuo.

In maniera più specifica, di seguito, si riportano le condizioni riguardanti l'emissione:

- "che gli enti locali non si trovino in situazione di dissesto o strutturalmente deficitaria;

- che dal conto consuntivo del penultimo esercizio non risulti un disavanzo di amministrazione;
- che sia stato deliberato il bilancio di previsione dell'esercizio in cui è prevista l'emissione del prestito;
- che le regioni non abbiano proceduto al ripiano di disavanzi di amministrazione ai sensi dell'articolo 20 del D.L. 18 gennaio 1993, n. 8 (legge 19 marzo 1993, n. 68).

Inoltre il valore di mercato degli investimenti dev'essere pari all'ammontare del prestito e gli interessi devono essere presi in considerazione nella determinazione del limite d'indebitamento stabilito dalla normativa vigente per le rispettive tipologie di enti emittenti”

(http://leg15.camera.it/cartellecomuni/leg14/RapportoAttivitaCommissioni/testi/05/05_cap15_sch03.htm). Facendo riferimento alle tipologie dei titoli obbligazionari emessi dagli enti locali, si distinguono obbligazioni convertibili e con warrant in azioni di società possedute dall'ente. Inoltre l'emissione è deliberata dal Consiglio dell'ente e deve contenere tutte le relative caratteristiche connesse. Le emissioni sono sottoposte al benestare preventivo della Banca d'Italia secondo quanto disposto dall'articolo 129 del D.L. 1° settembre 1993, n. 385. La quotazione dei titoli sui mercati regolamentati è possibile, così come il riacquisto dall'ente emittente esclusivamente con mezzi provenienti da economie di bilancio. Le componenti di costo della raccolta di un'emissione obbligazione si dividono in positive e negative e possono essere classificate secondo le seguenti modalità:

- “Tasso fisso o variabile la cui scelta dei tassi è funzione della propensione al rischio dell'emittente e della situazione attuale del mercato finanziario.
- le commissioni di collocamento, pari ad un importo non superiore allo 0,5% dell'ammontare del prestito.
- Eventuali costi di certificazione di bilancio. - Costi per la stampa e la pubblicità.
- Commissioni di gestione legate al pagamento periodico delle cedole.
- Costi per l'eventuale assegnazione del rating.
- Costi (obbligatori) di copertura del rischio cambio nell'ipotesi di emissioni in valuta;

Oltre alle componenti negative, per la determinazione del costo della raccolta, va considerata una serie di componenti che tendono a ridurre il costo complessivo:

- Il recupero del 50% dell'imposta del 12,50% sull'ammontare complessivo degli interessi passivi del prestito obbligazionario. Per quanto concerne le modalità e i tempi di retrocessione dell'imposta, l'articolo 27 della L.342/00 stabilisce che alla fine di ogni anno, il Ministero del Tesoro provvederà a restituire la metà dell'imposta sostitutiva versata in un capitolo di bilancio dello Stato appositamente aperto.
- Un'altra componente è costituita dal rendimento delle giacenze, dato che il prestito obbligazionario è esente dal vincolo di Tesoreria Unica. L'uscita dal meccanismo di Tesoreria Unico permette il

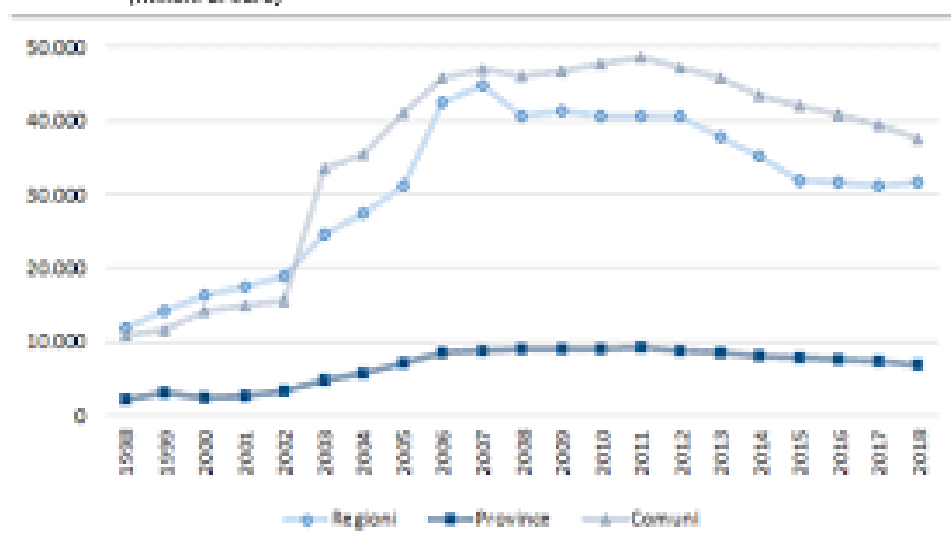
reinvestimento delle somme, in operazioni a breve termine e a rischio quasi nullo (ad esempio pronti contro termine)”. (M. Nigro, 2001)

Le emissioni obbligazionarie godono di significativi vantaggi, riconducibili alla presenza tassi d’interesse più favorevoli derivati da un mercato più liquido, ossia un mercato in cui lo scambio avviene con maggiore semplicità, essendo presente un numero maggiore di acquirenti e venditori, e da un sistema più flessibile nella scelta del piano di ammortamento e delle scadenze.

Il debito degli enti locali e i limiti europei

Il debito pubblico è sempre un argomento di fondamentale rilevanza, per questo motivo è necessario fornire delle statistiche che riassumano il suo andamento, anche al fine di collegare la disciplina al contesto storico di riferimento. Il pareggio di bilancio, formalizzato con la legge n. 243 del 2012, dà la possibilità a ciascun ente di finanziare i propri investimenti con nuovo debito, con il solo limite della sostenibilità del piano di ammortamento dei debiti in essere, ossia nel rispetto dell’equilibrio di parte corrente del bilancio (su cui incide la rata di rimborso dei mutui) e del limite previsto per l’incidenza della spesa per interessi sulle entrate correnti. La seguente serie storica del debito dei diversi comparti delle Amministrazioni locali mostra che a una fase di marcato incremento, dovuto all’emissione di titoli obbligazionari e alla sottoscrizione di contratti derivati è seguita una fase costante e di diminuzione dovuta all’attuazione del patto di stabilità interno e della regola del pareggio, che hanno frenato l’accesso a nuovo indebitamento.

Fig. 4 – Andamento del debito delle Amministrazioni locali
(milioni di euro)



Fonte: elaborazione su dati della Banca d'Italia.

Fonte: Elaborazione su dati Banca d'Italia

Gli enti potrebbero decidere di ampliare in modo anche significativo la loro spesa per investimenti finanziata da debito, in caso di un allentamento dei vincoli di indebitamento. Per questo motivo sarà quindi opportuno monitorare l'andamento della loro esposizione debitoria, al fine di evitare che una eventuale accelerazione del ricorso al debito da parte delle Amministrazioni locali possa pregiudicare il rispetto degli andamenti programmatici di finanza pubblica. A questo punto, dopo aver fornito le statistiche di cui sopra, è necessario ripercorrere il processo di integrazione europea e le regole sulla finanza pubblica, ma soprattutto spiegare perché si sono resi necessari anche in relazione all'andamento del debito pubblico. Il processo di integrazione europea ripercorre quattro tappe fondamentali: Trattato di Roma 1957 che diede vita a un'area caratterizzata dalla liberalizzazione della circolazione delle merci e da tariffe comuni, creazione del Sistema Monetario Europeo (SME) 1979 che fissava precisi limiti di fluttuazione dei cambi, Atto Unico Europeo 1986 il cui obiettivo era la realizzazione di un'unione economica tra i Paesi comunitari, emissione di banconote e moneta euro 2002. Ma il primo significativo intervento in materia di finanza pubblica fu firmato a Maastricht nel 1992, il quale stabiliva le procedure da attuare in materia finanziaria nel caso in cui un Paese, una volta adottato l'euro, registrasse un disavanzo eccessivo (M. Pellegrini, 2016). In base ai cosiddetti "parametri di Maastricht" i Paesi che intendono adottare l'Euro, devono offrire delle garanzie su: tassi di interesse nominali, tasso di inflazione, stabilità del cambio, dimensioni del debito pubblico rispetto al PIL, dimensioni del deficit di bilancio rispetto al PIL. La tendenza all'indebitamento viene contrastata essenzialmente in due modi: il Patto di Stabilità Interno e il pareggio di bilancio. Le regioni e gli enti locali perseguono obiettivi di finanza pubblica e si considerano in equilibrio in presenza di un risultato di competenza dell'esercizio non negativo. La legge di bilancio per il 2019 ha rimodernato la disciplina che riguardava l'equilibrio di bilancio delle regioni e degli enti locali, stabilendo che essi possono servirsi del risultato di amministrazione e del fondo pluriennale vincolato di entrata e di spesa ai fini dell'equilibrio di bilancio. Quindi il vincolo di finanza pubblica coinciderà con gli equilibri ordinari, secondo la disciplina contabile armonizzata (di cui al D.L. 118/2011) e le disposizioni del TUEL (D.L. 267/2000), a decorrere dal 2020 per le regioni a statuto ordinario secondo la legge n. 160 del 2019. La disciplina contabile dell'equilibrio di bilancio per regioni ed enti locali è stata introdotta dalla legge n. 243 del 2012. Negli articoli da 9 a 12 tratta l'equilibrio di bilancio di Regioni e Enti locali, in corrispondenza con quanto dettato dalla legge costituzionale n. 1 del 2012 (pareggio di bilancio). Questa, riformulando l'articolo 81 della Costituzione, nonché gli articoli 97, 117 e 119, ha incluso il principio del riequilibrio tra entrate e spese del bilancio dello Stato, prestando attenzione agli effetti del ciclo economico. Inoltre, dati i vincoli imposti in materia economico-finanziaria dall'ordinamento europeo, collegò il principio di cui sopra a un vincolo di sostenibilità del debito riguardante tutte le amministrazioni pubbliche. Alla nuova disciplina ha fatto seguito mediante una legge modificabile solo con maggioranza assoluta, cosiddetta rinforzata, 24 dicembre 2013, n. 243 sopradetta, la quale ha, tra l'altro, riguardato il principio dell'equilibrio tra entrate e spese nei confronti delle regioni e degli enti locali (articoli da 9 a 12). La nuova regola, la cui applicazione è stata prevista a decorrere dal 2016, si sostituisce al patto di stabilità interno, preso come punto di riferimento per gli obiettivi e i limiti

della struttura finanziaria di regioni ed enti locali, al fine di far coincidere la disciplina locale e quella derivante dall'ordinamento europeo. In tema di enti locali, l'impostazione del patto di stabilità interno è stata incentrata fino al 2015 sul controllo dei saldi finanziari in relazione ai limiti europei, conseguente derivazione della autonomia tributaria conseguita dai suddetti enti. La regola del pareggio, per Regioni e Enti locali, viene introdotta nel 2016 dai commi 707- 734 della legge n. 208/2015 (legge di stabilità 2016). Il 2016 rappresenta l'anno in cui si annota il superamento del patto di stabilità interno. "Il contenuto della nuova regola stabilisce che tali enti debbano conseguire un saldo non negativo, tra le entrate finali e le spese finali. La nuova golden rule per gli enti territoriali viene quindi ampiamente modificata rispetto al patto di stabilità, che consisteva nel raggiungimento di uno specifico obiettivo di saldo finanziario, calcolato quale differenza tra entrate e spese finali - comprese dunque le spese in conto capitale - espresso in termini di competenza mista (criterio contabile che considera le entrate e le spese in termini di competenza, per la parte corrente, e in termini di cassa per la parte degli investimenti). I macchinosi meccanismi del patto sono ora sostituiti da un vincolo più semplice, costituito dal raggiungimento di un unico saldo. Il nuovo saldo obiettivo, attraverso cui gli enti si impegnano a rispettare gli obiettivi di finanza pubblica, deve essere "non negativo". Il secondo rilevante elemento di novità è costituito dall'inserimento del Fondo pluriennale vincolato nel computo del saldo di equilibrio. Quest'ultimo è un saldo finanziario, composto da risorse destinate al finanziamento di obbligazioni passive dell'ente già impegnate, ma esigibili in esercizi successivi a quello in cui è accertata l'entrata; precisamente è riferito alla copertura di spese riferite agli esercizi successivi a quello in corso, prevalentemente di conto capitale. Quindi una politica espansiva potrebbe essere agevolata dall'inserimento del Fondo nel saldo, in particolare sul versante degli investimenti, per gli enti che vi fanno ricorso. Bisogna ricordare che tale inserimento viene disposto solo per il triennio 2017-2019, in quanto nell'articolo 9 della legge n.243 l'inclusione del Fondo è prevista a regime dal 2020. Le nuove regole si riflettono inoltre positivamente sulle spese di parte capitale degli enti territoriali, sia, per aver eliminato il vincolo di cassa alla spesa degli enti poiché il saldo è richiesto in termini di competenza consentendo in questo modo agli enti locali che hanno liquidità, di poter procedere ai pagamenti delle passività favorendo così anche gli investimenti; sia per la possibile utilizzabilità dell'avanzo di amministrazione per gli investimenti: ciò risulta ora possibile mediante lo strumento dell'intesa regionale prevista dall'articolo 10 della legge n.243/2012 in questione, il quale permette di destinare in tal senso il risultato di amministrazione mantenendo nel contempo il vincolo di saldo per i complesso degli enti locali medesimi. Su alcuni degli istituti previsti dalle nuove regole è intervenuta la Corte costituzionale, con decisioni orientate a diminuire la vincolatività degli stessi sulla gestione di bilancio degli enti territoriali. In tal senso sembra orientata la sentenza n. 247 del 2017 sull'avanzo di amministrazione. In particolare la sentenza fa riferimento alla circostanza che la regola del pareggio (art.9 della legge n. 243/2012), esclude l'avanzo di amministrazione dalle entrate computabili ai fini del conseguimento dell'equilibrio di bilancio, atteso che tale risultato deriva da risorse non imputabili alla competenza economica dell'esercizio: ciò non consente quindi agli enti di utilizzare nell'esercizio corrente la quota di avanzo conseguita nell'anno precedente. Riconoscendo che l'esclusione dell'avanzo in questione dal saldo soggetto al pareggio costituirebbe, una immotivata penalizzazione finanziaria degli enti virtuosi, la Corte sostiene infatti che tale esclusione risulta giustificabile con riferimento al bilancio di

previsione. Una volta invece che l'avanzo risulti consolidato, vale a dire accertato in sede di rendiconto, lo stesso può essere iscritto in bilancio tra le entrate del nuovo esercizio in corso, in quanto, precisa la sentenza – una cui approfondita analisi, estesa anche ai profili finanziari, è stata effettuata dall'Ufficio parlamentare di bilancio – il risultato di amministrazione è parte integrante del concetto di equilibrio di bilancio. Con successiva sentenza n.101 del 2018 la Corte, con riferimento al fondo pluriennale vincolato di entrata e di spesa, ha giudicato incostituzionale la parte in cui si stabilisce che (a partire dal 2020) ai fini del conseguimento dell'equilibrio di bilancio le spese vincolate provenienti dai precedenti esercizi debbano trovare finanziamento nelle sole entrate di competenza. La norma in questione stabilisce infatti che decorrere dal suddetto anno, tra le entrate e le spese finali è incluso tale fondo, finanziato dalle entrate finali: quest'ultima, secondo la Corte implica che le somme vincolate negli esercizi precedenti, che provengano dall'avanzo di amministrazione o da altri cespiti soggetti a utilizzazione pluriennale (come nel caso di quelli iscritti nel fondo in oggetto) debbano trovare finanziamento nelle sole entrate di competenza”(Camera dei deputati Servizio Studi, 2020) .

1.2 La gestione del debito

La modifica titolo V Costituzione

I rapporti tra Stato, Regioni ed Enti Locali sono stati disciplinati all'interno della riforma del titolo V, nello specifico nella parte seconda che interessa le relazioni tra i livelli di governo. La legge delega n. 42 del 5 maggio 2009, in cui si definisce un nuovo quadro dei rapporti finanziari tra Stati ed enti decentrati, rappresenta un momento istituzionale particolarmente significativo nel processo iniziato nel 2001 con la riforma del titolo V. La riforma del titolo V della Parte II della Costituzione costituisce una riforma costituzionale di valenza storica, che ha modificato radicalmente l'assetto del governo territoriale e i consueti rapporti Stato periferia. Considerando il quadro generale, compresa la complessiva riscrittura, per completare il nuovo assetto del paese in senso federale mancano solo la conseguente riforma della struttura del Parlamento e della Corte costituzionale. Rappresenta un caso di trasformazione in senso federale di uno Stato accentrato, valorizzando allo stesso tempo il ruolo delle istituzioni comunali e provinciali. La maggior parte delle disposizioni del nuovo titolo V produce un impatto immediato, senza bisogno di ulteriori attuazioni, facendo riferimento specialmente alle nuove competenze legislative regionali. Nonostante il nuovo titolo V abbia notevolmente limitato la potestà legislativa del Parlamento, in termini di competenza e metodi di legislazione, nei primi mesi dopo l'entrata in vigore della riforma costituzionale, esso ha continuato a legiferare, producendo una serie di leggi, anche molto significative dal punto di vista contenutistico che in molte loro parti risultano sicuramente incostituzionali. La riforma è conseguenza di una lunga e variegata elaborazione parlamentare e di confronto tra forze parlamentari e rappresentanze delle regioni e delle autonomie locali. “Il contenuto del testo ripete infatti in larga parte quello a suo tempo proposto a larga maggioranza dalla Commissione bicamerale per le riforme costituzionali (istituita

con la legge costituzionale n. 1 del 1997) che fu poi approvato nei suoi primi articoli anche in tal caso a larga maggioranza dalla Camera dei Deputati nelle sedute del 24, 25, 26 aprile 1998” (Gruppo astrid, 2002). Le motivazioni delle diversità sono i seguenti: innanzitutto al fatto che quel testo è stato suddiviso in due differenti leggi costituzionali, dato una parte rilevante della riforma del titolo V è stata introdotta con la legge costituzionale n. 1 del 1999, riguardante l’autonomia statutaria delle Regioni e elezioni diretta dei Presidenti della Regioni; inoltre al fatto che la seconda legge di riforma del titolo V ha tenuto conto delle ulteriori modifiche proposte nell’ambito delle citate votazioni della Camera dei Deputati; infine sono stati approvati alcuni degli emendamenti suggeriti dalla Conferenza dei Presidenti della Regioni e dalle associazioni delle autonomie locali, i quali hanno aumentato l’impianto federalista del testo. Tra le varie modifiche, quella che portò alla eliminazione della clausola generale, che consentiva allo Stato, in presenza di interesse nazionale, di intervenire con proprie leggi anche nelle materie regionali, è sicuramente da ricordare” (Gruppo astrid, 2002). Da annoverare risulta anche il forte ruolo che Regioni e Enti locali hanno avuto sulla decisione del Parlamento, conseguenza della rafforzata autonomia concessa. Infatti anche per questo motivo il testo della legge n. 3 del 2001 è risultato così avanzato rispetto ai testi precedenti. Come segnalato in precedenza il processo non è completo data la mancanza di due istituti, ossia Parlamento e Corte Costituzionale che, sebbene non siano fondamentali per una rivoluzione in senso federale, sono di rilevante per completare l’evoluzione di un sistema di Stato unitario e accentrato come il nostro. Risultano quindi quasi indispensabili delle soluzioni per far fronte al rischio di nuove spinte di accentramento della struttura. “Nel contempo, l’attuazione piena ed integrale del vigente testo del Titolo V è comunque assolutamente doverosa sul piano giuridico e politico, a partire dagli adempimenti spettanti al Parlamento. Non provvedervi con il dovuto impegno e la necessaria tempestività non rappresenterebbe soltanto una violazione grave del principio di legalità costituzionale. Né rischierebbe soltanto di aprire una fase di caos legislativo e amministrativo. Rappresenterebbe anche un vulnus del patto intervenuto fra lo Stato e il sistema delle autonomie ed una lesione del principio democratico che impone ai poteri “costituiti” di dare coerente attuazione a quanto deliberato dal corpo elettorale con referendum” (Gruppo Astrid, 2002).

1.2.1 La regolamentazione

In questo paragrafo ci concentriamo sulla regolamentazione della riforma. Secondo quanto stabilito dall’articolo 114, la Repubblica risulta costituita da Comuni, Province, Città metropolitane, Regioni e Stato, mentre il testo previgente stabiliva che la Repubblica fosse costituita da Regioni, Province e Comuni. Dando attuazione all’art. 5 della Costituzione, riconosce le autonomie locali quali enti esponenziali preesistenti alla formazione della Repubblica. L’azione di governo si attua a livello inferiore e quanto più vicino ai cittadini, salvo il principio di sussidiarietà che stabilisce la sostituzione del livello di governo immediatamente superiore in caso di mancata possibilità di compimento del livello sottostante. Riconfigurazione dell’ordinamento generale ponendo sul

medesimo piano i rapporti fra Stato, Regioni e Enti locali. Le conseguenze di questa scelta inevitabilmente intaccano i rapporti fra Stato e Regioni, soli titolari di potestà legislativa. In particolare: all'articolo 117, 1° comma, che pone determinati vincoli alla potestà legislativa statale e regionale; - all'articolo 123, che depenna il vincolo dell'autonomia statutaria regionale all'armonia con le leggi della Repubblica; - all'articolo 127, che riguarda il parametro del giudizio diretto di legittimità costituzionale, applicandolo direttamente a Stato e Regioni. Infine, l'articolo 117 definisce le materie che costituiscono competenza esclusiva dello Stato, riferite nello specifico a beni rapportati a significative esigenze di carattere comunitario o costituzionale, come tutela della concorrenza e perequazione finanziaria. La norma costituzionale, con particolare riferimento alle funzioni di spesa, introduce la distinzione tra potestà legislativa esclusiva e concorrente.” La potestà legislativa esclusiva conferisce il potere di produrre norme in completa autonomia, quella concorrente indica che alla produzione legislativa concorrano sia lo Stato sia le Regioni” (P. Bosi, 2015). L'articolo 117 c. 2 definisce le materie oggetto di potestà legislativa esclusiva e concorrente rispettivamente riguardo Stato e Regioni, con esclusione degli enti locali. Il vecchio articolo 127 conferiva alla discrezione del Parlamento il controllo governativo sulle leggi e l'interesse nazionale come limite di merito; nella nuova riforma assistiamo all'eliminazione delle due competenze affidate al Parlamento descritte in precedenza e di conseguenza ad una valorizzazione della competenza legislativa regionale. Lo schema territoriale delle funzioni amministrative è rimandato ai principi di sussidiarietà, differenziazione e adeguatezza, che necessitano comunque di accordi tra Regioni. La nuova versione dell'articolo 119 si riferisce nello specifico all'autonomia finanziaria degli enti territoriali. Il secondo comma si riferisce alla possibilità di prescrivere e attuare tributi e entrate, conferendo questa possibilità anche agli enti locali, con l'obbligo di fare riferimento ai principi della finanza pubblica e alla Costituzione. Nel contempo il nuovo testo, andando oltre il normale esercizio delle funzioni delle autonomie e avendo come obiettivo lo sviluppo e la coesione sociale, istituisce un fondo statale perequativo, nonché risorse aggiuntive ed interventi speciali. In merito alle funzioni amministrative, il nuovo assetto divide le competenze in materia amministrativa da quella legislativa. Accanto al principio di sussidiarietà, centrale in tutto il nuovo sistema costituzionale, operano i principi di differenziazione e adeguatezza che riguardano la distribuzione delle funzioni amministrative a livello locale. Inoltre, dato che il legislatore deve tenere conto delle dimensioni dei singoli soggetti, con speciale riferimento ai Comuni, agli enti del medesimo livello territoriale potrebbero essere attribuite funzioni diverse. Quindi assume rilevante importanza la determinazione di una dimensione ottimale dell'amministrazione locale. È doveroso segnalare la disposizione presente all'articolo 116 c. 3 del titolo V, la quale stabilisce infatti che con la legge dello Stato, sentiti gli Enti Locali e nel rispetto dell'articolo 119, possono essere conferite a singole Regioni autonomie addizionali, ma sempre con riferimento alle materie caratterizzate da potestà legislativa concorrente. Quindi è chiaro come questo sistema possa conferire forme di autonomia particolarmente accentuate anche su materie di grande importanza. Infine con riguardo alle disposizioni amministrative l'articolo 118 sancisce che sono affidate direttamente ai Comuni, con le relative limitazioni derivanti dai principi di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza.

Capitolo 2

Le società municipalizzate

2.1 L'evoluzione nel tempo: dalle municipalizzate alla privatizzazione

Le privatizzazioni, ossia la trasformazione delle società ex municipalizzate in società per azioni, rappresentano un argomento di grande attualità soprattutto perché in Italia hanno assunto un ruolo di primo piano a partire dall'inizio degli anni '90. Partiamo da una breve riflessione storica. Nonostante il dibattito sulle privatizzazioni sia iniziato in altri contesti a partire dalla fine degli anni '70, in un periodo caratterizzato dal successo della politica economica di stampo liberista, in Italia si è verificato a partire dagli anni '90. Questo ritardo potrebbe essere spiegato dal fatto che il settore pubblico dell'economia italiana abbia da sempre rivestito un ruolo centrale. La costituzione dell'Iri nel 1933 ha posto le basi per un intervento che riguardava sia i classici servizi pubblici che il completamento del processo di industrializzazione di un paese arretrato e caratterizzato da un forte divario fra Nord e Sud. Nel dopoguerra maturò l'idea per cui l'intervento statale fosse un meccanismo in grado di correggere le imperfezioni del mercato. Negli anni '60 la fine del monopolio politico della Democrazia cristiana e la nascita di governi di coalizione di stampo socialista contribuirono ad accentuare ulteriormente la centralità del ruolo dell'intervento statale. In questa fase si sviluppa l'ENI per la politica energetica e degli idrocarburi e l'Iri assume un ruolo di modernizzazione di alcuni settori dell'industria. Negli anni '70 e '80, a causa della burocrazia e della dissociazione degli obiettivi pubblici da quelli politici, la situazione che riguarda il ruolo del settore pubblico è incerta. Alla fine della fase dell'industrializzazione, con l'allargamento dei mercati e la diffusione del benessere, il ruolo esercitato dallo Stato avrebbe dovuto incontrare un limite, particolarmente in settori in cui la sua presenza non appare motivata. Questa condizione non si verificò e il modello a partecipazione statale ha messo in luce i suoi aspetti negativi: il settore bancario quasi interamente in mano pubblica che ha impedito lo sviluppo del mercato dei capitali, l'uso del processo politico per avere vantaggi più significativi di quelli che consentirebbe il mercato, e profonde deformazioni del sistema causate dalla corruzione politica. Ciò non vuol dire che non ci siano aspetti positivi, infatti molte caratteristiche tipiche della forma dell'intervento pubblico nel modello a partecipazione statale sono state valutate positivamente, con particolare riferimento alla realizzazione delle grandi utilities e delle industrie strategiche. Il passaggio da un modello a forte partecipazione statale come quello italiano ad un'economia in cui sia privilegiato il ruolo allocativo del mercato è stato un processo molto delicato e complicato.

2.1.1 Le privatizzazioni

“Per privatizzazione si intende il trasferimento della proprietà di beni o imprese dal settore pubblico ai privati, pur dovendosi subito avvertire che risulta difficile tracciare una linea di confine tra attività pubblica e attività privata, in quanto tale confine muta continuamente nel tempo” (M. Pellegrini, 2016). Come abbiamo accennato il processo di privatizzazione pone le sue radici in Italia all’inizio degli anni ’90. Tale processo riguarda le aziende di proprietà pubblica, in particolare quelle che offrono servizi di pubblica utilità di proprietà dello Stato e operanti entro i confini nazionali; con riguardo alle aziende di servizi pubblici locali (SPL), il processo non si è articolato in linea con quello delle grandi public utilities menzionate precedentemente, ma si è sviluppato con maggiore lentezza. Solitamente si distinguono due diversi tipi di privatizzazione: la privatizzazione formale si riferisce a una trasformazione dello status giuridico di un ente di proprietà pubblica in una società di diritto privato; la privatizzazione sostanziale, la quale si verifica quando si realizza il passaggio della titolarità giuridica dell’impresa dalla mano pubblica a quella privata. A questo proposito è possibile distinguere il caso in cui l’azienda rimane sotto il controllo pubblico, il quale continua ad esercitare la governance, da quello in cui i soggetti privati, una volta acquisita una quota di partecipazioni sufficiente, definiscono l’indirizzo finanziario e strategico dell’azienda. Nel caso delle aziende statali il processo di privatizzazione ha perseguito le seguenti finalità:

1. “Concorrere al risanamento della finanza pubblica, mediante i proventi delle vendite di azioni.
2. Allargare il mercato azionario nazionale.
3. Favorire l’afflusso di capitali dall’estero.
4. Introdurre maggiore concorrenza nella nostra economia di mercato.
5. Eliminare o ridurre l’influenza esercitata dall’azionista occulto, cioè dal sistema dei partiti sulla gestione delle imprese.
6. Creare, con il successo dei collocamenti, l’indispensabile consenso popolare, e quindi politico, per potere affrontare i compiti più difficili costituiti dagli storici dissesti delle Ferrovie, delle Poste, e così via.

D’altra parte si possono sintetizzare anche gli obiettivi della privatizzazione delle aziende pubbliche locali:

1. favorire la separazione tra funzioni di indirizzo e programmazione (da mantenere in capo al settore pubblico) e funzioni di gestione nella prestazione dei servizi (da trasferire al settore privato);
2. ridurre la spesa degli enti pubblici decentrati e i problemi del suo finanziamento;
3. aprire il capitale delle aziende pubbliche locali ai privati;
4. coinvolgere l’imprenditorialità privata nella realizzazione di investimenti strutturali;
5. acquisire capacità manageriali;

6. favorire i processi di liberalizzazione, tesi ad introdurre, ove possibile, la concorrenza nel mercato o, in subordine, meccanismi di concorrenza per il mercato” (F. Minervini, 2015).

In generale possiamo affermare che il processo di privatizzazione si inserisce in una prospettiva di miglioramento progressivo della gestione dei servizi pubblici e di allineamento della stessa ai principi di efficacia, efficienza ed economicità. Inoltre in entrambi i casi, statale e locale, il raggiungimento di tali obiettivi di politica economica risulta collegato al distacco dal legame politico tipico delle aziende pubbliche, facendo posto a soggetti privati che per capacità finanziarie e imprenditoriali risultano generalmente superiori. A questo proposito, se le aziende appartenessero a più soggetti privati piuttosto che a un unico soggetto pubblico, verrebbe favorito il passaggio a forme più concorrenziali di mercato. Inoltre gli obiettivi precedentemente elencati preannunciano un processo che potrebbe avere come conseguenza una politica industriale capace di contrastare i problemi riguardanti la spesa pubblica, nonché l'introduzione di diverse forme organizzative diversificate in base alla combinazione di due variabili, responsabilità imprenditoriale e titolo proprietario.

2.1.2 Riorganizzazioni delle società ex – municipalizzate

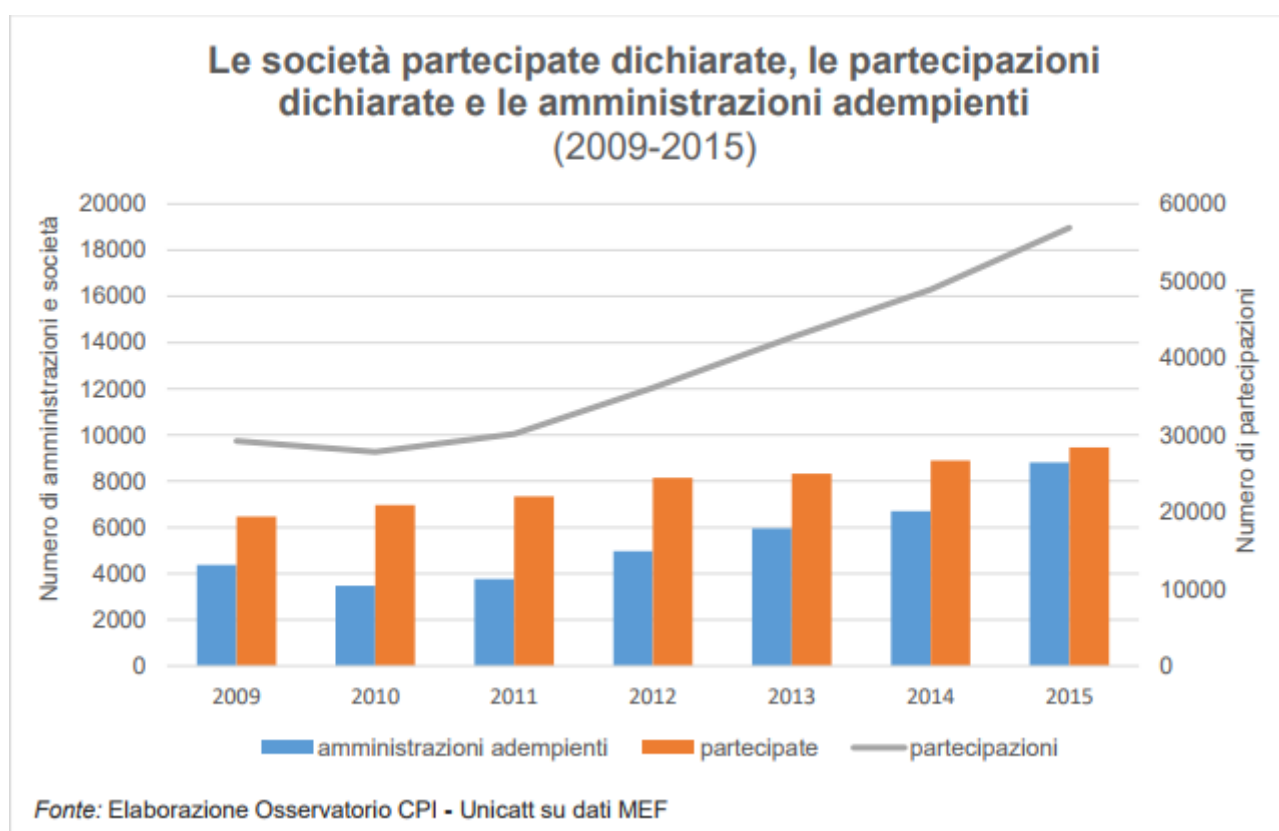
Il modello a partecipazione pubblica ha presentato significative criticità, le quali hanno avuto conseguenze negative sull'intero sistema e quindi sui servizi pubblici locali. In particolare lo sfruttamento delle economie di scala e di scopo ha determinato l'allontanamento in ambito comunale dalla dimensione gestionale ottimale, mentre la mancanza di innovazioni non ha reso possibile il miglioramento delle condizioni di offerta dei servizi resi alla collettività. Inoltre le interferenze di carattere privato e politico hanno intaccato in modo significativo la autonomia decisionale delle aziende e il grado di responsabilizzazione delle stesse, determinando di conseguenza un crescente disavanzo fra entrate e spese, con refluenze negative sui conti pubblici in termini di ripiano delle perdite. Vari provvedimenti si sono succeduti nel corso del tempo i quali, come la legge n. 142/90, hanno proposto strumenti variegati volti al superamento di tali criticità. Quest'ultima, ad esempio ha introdotto nuovi modelli organizzativi come l'azienda municipalizzata e la società per azioni a capitale pubblico, quale forma alternativa alla gestione diretta o in economia dei servizi degli enti locali. In questo modo è stato preimpostato un processo di privatizzazione formale degli enti locali. Inoltre sempre nel '92, per velocizzare ancor di più il processo, è stata introdotta la possibilità di trasformazione di aziende speciali in società per azioni a capitale maggioritario privato o in società a responsabilità limitata e società di capitali mediante atto unilaterale dell'ente, il quale avrebbe conservato il titolo di azionista unico per un periodo non superiore ai due anni. “Tuttavia, gli stimoli maggiori a procedere, da un lato, verso privatizzazioni di tipo sostanziale e, dall'altro, verso una più incisiva riorganizzazione delle aziende di servizi pubblici locali sono stati introdotti dall'art. 35 della legge finanziaria per il 2002, dopo un lungo percorso legislativo. Con tale provvedimento è stata avviata

la prima rilevante riforma dell'intero settore delle public utilities locali, attraverso la quale si vorrebbero perseguire obiettivi di" (F. Minervini, 2015):

- assicurare maggiore efficienza al sistema attraverso il miglioramento delle condizioni di offerta dei servizi pubblici locali;
- conferire maggiore rilevanza alle funzioni di indirizzo, programmazione, vigilanza e controllo degli enti locali;
- favorire i privati nell'erogazione dei servizi e nell'attuazione di investimenti produttivi;
- sfruttare le economie di scala e di scopo riallineando la dimensione produttiva con la dimensione ottimale.

I servizi di pubblica utilità sfruttano al meglio i vantaggi derivati dalle economie di scala e di scopo come l'integrazione verticale, la diversificazione o relazioni sinergiche tra attività specifiche, attraverso l'applicazione di diverse strategie come la diversificazione o integrazione verticale. In altre parole, queste strategie contribuiscono a determinare vantaggi assoluti in termini di riduzione di costo e aumento dei ricavi con la possibilità di aumentare il benessere collettivo, ma nel contempo possono generare potere di mercato e di conseguenza strategie anti-competitive, intaccando l'equilibrio dell'intero mercato. "Una caratteristica comune a quasi tutte le vicende di privatizzazione delle ex-municipalizzate è costituita dalla circostanza che gli enti locali proprietari non hanno trasferito al settore privato il controllo delle società di cui hanno venduto quote - anche rilevanti - del capitale sociale" (F. Minervini, 2015). In questo modo si mantengono le funzioni di indirizzo e di gestione aziendale, evitando di cedere il reale controllo della società in mano ai privati. Tale decisione dei Comuni in merito alle modalità di realizzazione delle privatizzazioni esplicitano la volontà di mantenere il pieno controllo delle attività societarie. A questo proposito si può distinguere, da un lato, il caso in cui parte delle azioni vengano cedute e, dall'altro, il caso in cui, a seguito della trasformazione in società di capitali, le azioni siano rimaste di proprietà degli enti. Nel primo caso, ai fini del mantenimento del controllo aziendale, gli enti hanno imposto due diversi tipi di vincoli alla partecipazione dei privati al capitale sociale. Il primo di essi consiste in privatizzazioni che non abbiano come conseguenza l'intera cessione del capitale sociale, ovvero la detenzione di quote capitarie di maggioranza, in modo da assicurare al cedente il diritto al pieno controllo societario, impedendo, nel contempo che un soggetto esterno possa procurarsi un numero di voti tale da modificare l'assetto della governance aziendale; nella pratica si tratta della cessione di una quota di capitale sociale non eccedente il 49% dello stesso. Il secondo tipo di vincoli si sostanziano nella limitazione al diritto di voto, nel caso in cui il privato possieda una quota superiore a quella stabilita nello statuto delle ex - municipalizzate. Generalmente questo limite era stabilito al 3% di azioni detenibili, ma nel 2004 è stato aumentato all'8%. Nel contempo, il mantenimento del controllo da parte degli enti locali può essere facilitato in maniera indiretta dalla tipologia di socio a cui è rivolta la cessione, di natura pubblica o privata oppure dalla procedura di selezione del capitale, facendo riferimento a un soggetto specifico o all'azionariato diffuso. Questi due aspetti sono strettamente interconnessi dato che specifiche modalità di cessione delle azioni risultano complementari alla scelta della tipologia di socio. Le ex-municipalizzate che hanno optato per la quotazione in

borsa generalmente corrispondono a società che si sono rivolte all'azionariato diffuso (F. Minervini, 2015). In realtà, analisi di carattere empirico mostrano elementi di differenziazione. “Infatti, in alcuni casi vi è stata una scelta netta a favore dell'azionariato diffuso e, in parte, dell'ingresso di soci finanziari: ciò è quanto è avvenuto, ad esempio, nei casi di Meta, di Hera e di Acegas-Aps, in cui la maggior parte delle azioni vendute ai privati appartengono al pubblico indistinto, mentre il resto è di proprietà di banche, assicurazioni, società finanziarie e altri investitori istituzionali” (F. Minervini, 2015). In altri casi, invece, accanto all'azionariato diffuso, è stato preferito l'ingresso di privati. Forniamo una statistica relativa agli anni 2009-2015 in modo da rendere l'idea circa l'ampiezza del fenomeno delle partecipate. Nel 2015 le società partecipate dal settore pubblico sono 9.655 con 882.012 addetti, inferiori del 2,1% rispetto al 2014. I settori la partecipazione pubblica è più significativa sono nello specifico quelli energetici, infrastrutturali e dei servizi avanzati. Il controllo pubblico è esercitato nella maggior parte delle unità partecipate (60%), nello specifico corrispondono a 4.249 con 621.926 addetti. In termini di valore aggiunto, considerando anche le attività finanziarie e assicurative, portano quasi 54 miliardi, pari al 10% di quello realizzato dal complesso delle imprese dell'industria e dei servizi.



2.2 Le società partecipate degli enti locali

2.2.1 Natura giuridica e motivazioni di fondo

Le società partecipate sono lo strumento attraverso cui l'ente pubblico persegue attività a connotazione pubblicistica. Sono costituite o ex novo o attraverso il fenomeno della privatizzazione, ossia la trasformazione di enti pubblici economici o di aziende; in questo senso si tratta di società di diritto privato in cui l'ente assume delle quote di capitale sociale e quindi "partecipa" in misura percentuale, per l'esercizio di attività pubblicistiche. Nel caso in cui un ente pubblico acquista partecipazioni di una società che opera secondo le norme di diritto privato commerciale, il titolare dell'impresa è un soggetto privato ma l'impresa è pubblica dato che la maggioranza in assemblea permette di determinare la governance aziendale. La società a partecipazione pubblica rappresenta una soluzione per le criticità riguardanti la gestione dei servizi pubblici locali. Già prima della codificazione civile del 1942, il dibattito sulla natura e quindi regime giuridico della società in mano pubblica era di notevole importanza, ed era simile a quello posto in essere a seguito dei processi di privatizzazione degli anni '90. Si affermava infatti che la società, sebbene formalmente privata, fosse una facciata che nascondeva la natura di un'impresa sostanzialmente pubblica. Il Consiglio di Stato, in disaccordo con l'opposta visione della Corte regolatrice, sosteneva l'idea della società di capitali-ente pubblico, in cui la disciplina privata era richiamata indirettamente ma la società operava secondo fini statali. Il Codice civile, in questo senso, si schiera a favore della tesi per cui l'azionariato pubblico debba conciliarsi alla disciplina tipica delle società di diritto privato. A questo proposito le società a partecipazione pubblica, definite formalmente come soggetti di diritto privato, devono rifarsi al regime giuridico delle altre società a partecipazione privata. Il socio pubblico di controllo risponde alla disciplina di diritto privato e di conseguenza esercita poteri particolarmente incisivi adoperati nel rispetto delle norme di diritto societario. "Citando il passo della Relazione al Codice civile, per l'ente pubblico, la costituzione di una società di capitali significa: «spogliarsi, per ragioni varie, di quella posizione di supremazia indubbiamente inerente alla sua qualità di persona giuridica pubblica». In sintesi è lo Stato medesimo che si assoggetta alla legge delle società per azioni per assicurare alla propria gestione maggior snellezza di forme e nuove possibilità realizzatrici" (F. Goisis, 2014). Quindi lo scopo di lucro, disciplinato l'articolo 2247 del codice civile si riferisce anche alle società partecipate dagli enti pubblici. La Corte regolatrice ricorda periodicamente il fatto che la società in mano pubblica "non muta la sua natura di soggetto di diritto privato solo per il rapporto di dipendenza con l'ente pubblico", e tutti i rapporti che ne derivano, restano di assoluta autonomia. Perciò, anche in merito allo scopo di lucro, la disciplina a cui le società in mano pubblica fanno riferimento è quella privatistica. Altro motivo di dibattito è stato il fatto che l'ente per definizione debba, come fine principale, agire secondo forme volte a garantire l'interesse pubblico generale, ma nel contempo debba rifarsi alla disciplina societaria e di conseguenza perseguire finalità lucrative. "Lo scopo di lucro è definito come la realizzazione del massimo profitto consentito dal mercato" (G.F. Campobasso, 2017), inteso sia come distribuzione dei dividendi per i soci sia riguardo gli investimenti produttivi. Esso, quindi, non è compatibile con lo scopo pubblicistico, che pone le sue basi sulla massimizzazione del benessere sociale. Data la situazione di parziale incertezza, o si rinuncia alla ricerca del massimo lucro, in vista dell'interesse pubblico, o si rinuncia all'interesse pubblico perseguendo gli interessi comuni dei soci. Lo scopo di lucro, permeando le

scelte strategiche di un'impresa, fa sì che l'appartenenza delle società in mano pubblica alla disciplina di diritto privato non sia un'opzione meramente formale, ma si concretizzi in una visione finalistica imposta dal legislatore. Chiariamo questi ultimi concetti fornendo un esempio: "si può ammettere la non operatività dello scopo di lucro nel caso in cui una società pubblica, ex lege, debba perseguire un oggetto sociale di particolare interesse pubblico, senza che il legislatore dica espressamente che l'oggetto non si debba distinguere dalla causa (in deroga al diritto comune)? La risposta sarà ovviamente negativa, anzi si potrebbe mettere in discussione la stessa possibilità di ricavare dall'assegnazione ex lege di un oggetto sociale verosimilmente non profittevole la creazione di una società non lucrativa" (F. Goisis, 2014). Inoltre a seguito della nuova disposizione contenuta all'art. 4, co. 13, secondo periodo, D.L. n. 95 del 2012, risulta necessaria la comparazione con il tradizionale dibattito sulla natura delle società in mano pubblica. Nello specifico secondo l'interpretazione fornita dai giudici contabili, il co. 13 cit. prescrive come il comportamento del soggetto pubblico, nell'ambito delle società di capitali, debba assimilarsi a quello di qualunque altro socio privato vietando l'applicazione di poteri tipici di natura pubblica e nel rispetto delle norme proprie del diritto societario. Per quanto concerne la relazione fra ente pubblico e società, il legislatore amministrativo punta a evitare che i soggetti pubblici agiscano con razionalità estranea al mercato volta al rischio, sfruttando la disciplina delle società di diritto privato. Infine la Suprema Corte, riguardo l'art. 4, co. 13, ha ulteriormente confermato come le disposizioni delle società per azioni del codice civile non vadano a configurare un regime speciale per le società pubbliche che vogliano acquisire partecipazioni in società private. Per questo motivo la scelta della pubblica amministrazione implica il completo assoggettamento alle regole proprie della forma giuridica privata. Questo può significare come un ulteriore passo verso il rafforzamento della appartenenza al diritto privato delle società in mano pubblica. Per questo motivo non è da sottovalutare la valenza sistematica di questo ultimo intervento legislativo e la sua semplicità nel chiarire e rispondere ai profili di discussione riguardanti il regime giuridico di tali società. Il Codice civile in precedenza, nonostante abbia affermato l'assoggettamento delle società pubbliche alla disciplina privatistica, non ha fornito un criterio specifico di interpretazione rispetto a particolari indirizzi che sarebbero potuti essere presi dal legislatore speciale in senso pubblicistico; ad oggi invece il legislatore propone una regola, cosiddetta di interpretazione autentica, fornendo una direzione unica anche in questo senso: nel dubbio prevale l'indicazione contenuta nella Relazione al Codice civile. A questo punto pare immediata la relazione tra questo ultimo intervento legislativo e la giurisdizione contabile sulla responsabilità di amministratori e funzionari delle società in mano pubblica. La Cassazione e la Suprema corte hanno ribadito, a seguito della distinzione operata dalla Corte regolatrice "tra società in mano pubblica e società le cui profonde trasformazioni in senso pubblicistico ne determinino un regime legale sostanzialmente pubblicistico" (F. Goisis, rivistacortedeiconti 2014), ciò che è stato già trattato nella Relazione del Codice civile, secondo cui le società in mano pubblica non si discostano dal regime di enti privati per il solo fatto che la maggioranza di quote del capitale sociale sia detenuta da soggetti pubblici. Inoltre le disposizioni del codice che le disciplinano non configurano uno statuto speciale per esse così come il tema della responsabilità di detti organi, ad eccezione dei temi riguardanti la nomina e revoca di organi sociali specifici.

2.2.2 Cenni sul quadro normativo

Le società partecipate da enti pubblici rappresentano una quota non indifferente per il nostro paese, sia dal punto di vista economico che dimensionale. La disciplina cui fanno riferimento risulta particolarmente frammentata a causa di una serie di disposizioni che si sono susseguite nel corso del tempo, le quali hanno avuto come inevitabile conseguenza una situazione di incertezza nell'ipotesi di discostamento tra la cornice normativa di riferimento e la disciplina codicistica delle società. A questo proposito ci riferiamo a un contesto caratterizzato sia da società a partecipazione pubblica che rispondono interamente per forma e sostanza alla disciplina privatistica, sia da società a controllo pubblico che per definizione dovrebbero riferirsi alla disciplina di diritto societario, ma perseguono obiettivi di natura pubblicistica, assoggettandosi alla disciplina tipica delle amministrazioni pubbliche. Detto questo la cornice normativa di riferimento rimane quella descritta dal codice civile all'articolo 2449 e successivi, anche per quanto riguarda la disciplina dei rapporti e i relativi poteri tra ente, socio e società. Come detto dalla Corte dei Conti, la soggezione delle società pubbliche alle regole del codice civile, da una parte, segue i principi di economicità dell'azione amministrativa e, dall'altra, tutela la concorrenzialità dei mercati, in quanto la prevalenza del diritto civile postula "l'eliminazione dei regimi di esclusiva e la piena espansione della concorrenza nel mercato" (Camera dei deputati, 2018). Come accennato in precedenza la disciplina è diventata sempre più complicata e variegata, a causa di un susseguirsi di interventi legislativi e della critica situazione in cui versa la finanza pubblica italiana, come vincoli e misure di contenimento dell'indebitamento sulle società a partecipazione pubblica volti a limitare le criticità derivanti dallo squilibrio della spesa pubblica. Recentemente, con il decreto legislativo del 2016 riguardante il Testo Unico delle società a partecipazione pubblica, tale quadro ha subito una riconfigurazione volta a chiarire e a dare un indirizzo unico a tutti gli interventi legislativi in materia di finanza locale. Fermo restando il quadro delineato precedentemente dal codice, il fine ultimo è il raggiungimento di un indirizzo omogeneo in materia di società partecipate dagli enti locali. Le partecipazioni statali, ossia quelle attribuite all'amministrazione centrale le cui quote sono detenute dal Ministero dell'economia e delle finanze, risultano di grande importanza; ma in questa analisi ci concentriamo sugli organismi partecipati dagli enti territoriali, ricordando che le partecipate locali sono pari al 95 per cento, e di cui i comuni rappresentano la parte maggiore. Con riferimento ai settori di operatività, la quota maggiore è riferita al settore terziario e la restante parte al secondario, le più rilevanti sono le partecipate nel settore delle utilities (gestione dei rifiuti, acqua, energia, gas). La Corte dei Conti è intervenuta sulla disciplina e sulle finalità che non sempre coincidevano con i primari interessi dell'ente locale, sia mediante una specifica indagine sia nell'ambito dei Rapporti annuali sul coordinamento della finanza pubblica. A questo proposito sono state individuate forme di irregolarità, prevalentemente in tema finanziario che riguardano i vincoli di indebitamento e il rischio di compromissione dell'equilibrio finanziario dell'ente. Va segnalata inoltre, tra le forme di irregolarità più gravi, la presenza di una massa creditizia vantata dalle società in misura

superiore ai debiti (residui passivi) dell'ente locale. La questione avrebbe dovuto essere risolta sulla base dell'applicazione della disciplina di armonizzazione contabile delle amministrazioni pubbliche territoriali introdotta nel 2011, la quale prevede che dal 2015 un bilancio consolidato delle amministrazioni pubbliche cui fanno riferimento sia gli enti locali sia le società partecipate da questi ultimi. Si impediscono in questo modo le problematiche derivanti dall'occultamento di criticità finanziarie e il trasferimento di tali criticità sui bilanci delle società, o in caso contrario lo stesso trasferimento di risorse dall'ente alle società per pareggiare eventuali situazioni di disavanzo. Inoltre la Corte dei Conti ha uno specifico ruolo e autorità riguardo il tema delle partecipate, che vedremo nello specifico nel prossimo paragrafo. L'esigenza di un intervento di razionalizzazione volto a fornire un indirizzo unico alla disciplina delle partecipate si è concretizzato nel 2014; infatti venne assegnato a un commissario il compito di stipulare un programma per la razionalizzazione, il quale avrebbe dovuto prevedere:

- operazioni di fusione e scissione volte a snellire il quadro generale delle municipalizzate;
- confronto con operatori facenti parte dello stesso ambito di applicazione al fine di migliorare l'efficienza gestionale;
- trasferimento di attività e servizi ad altre società per promuoverne la specializzazione.

Inoltre la strategia su cui si è basato il programma prevedeva quattro specifici elementi: limitazione delle competenze delle partecipate entro il perimetro dei compiti istituzionali dell'ente partecipante; introduzione di vincoli diretti volti a limitare e/o vietare alcuni tipi di partecipazioni; promuovere la trasparenza e utilizzare la pressione dell'opinione pubblica come strumento di controllo; infine, promuovere l'efficienza delle partecipate che rimarranno operative, attraverso l'uso dei costi standard e l'aggregazione tra società che offrono servizi simili, per sfruttare al meglio le economie di scala. Molte delle indicazioni in esso contenute sono state considerate nel disegno riformatore delle società partecipate contenute nell'articolo 18 della legge del 2015. Il decreto legislativo del 19 Agosto 2016 ha recentemente ridefinito il quadro normativo delle società partecipate, il quale ha dettato una disciplina organica per le amministrazioni eliminando nel contempo numerose disposizioni che avevano regolamentato la materia fino a quel momento. A questo proposito, per superare la frammentarietà del quadro normativo caratterizzante le amministrazioni pubbliche e arrivare a una ricomposizione della disciplina, nel 2015 è stata emanata una delega che detta i criteri per il riordino della disciplina delle partecipazioni societarie delle amministrazioni pubbliche. “Si prevedeva di: differenziare le tipologie societarie; ridefinire le regole per la costituzione di società o per l'assunzione o il mantenimento di partecipazioni da parte di amministrazioni pubbliche; creare un preciso regime che regoli le responsabilità degli amministratori e del personale delle società; individuare la composizione e i criteri di nomina degli organi di controllo societario, al fine di garantirne l'autonomia rispetto agli enti proprietari; rafforzare i criteri pubblicistici per gli acquisti e il reclutamento del personale, per i vincoli alle assunzioni e le politiche retributive. Una disciplina specifica è invece riferita alle sole società partecipate dagli enti locali, ed è a sua volta articolata in sette diversi principi, orientati all'adeguatezza della forma societaria da adottare, ai criteri e strumenti di gestione, alla razionalizzazione delle partecipazioni societarie da parte degli enti territoriali interessati, alla

trasparenza e confrontabilità dei dati economico patrimoniali, agli strumenti di tutela occupazionale nei processi di ristrutturazione societaria, all'introduzione di un sistema sanzionatorio per gli enti territoriali che riducono le società partecipate, alla trasparenza e rendicontazione da parte delle società partecipate nei confronti degli enti locali” (Camera dei deputati, 2018). Il Testo Unico sulle società partecipate, introdotto nel 2016 con decreto legislativo n. 175, costituisce un quadro organico sulle disposizioni già vigenti in materia di società partecipate. In seguito, la Corte Costituzionale ha dichiarato costituzionalmente illegittime alcune delle disposizioni dell'articolo 18 della legge delega n. 124/2015. Anche se la pronuncia della Corte Costituzionale non intacca il Testo unico in quanto si riferiva alla parte in cui si prevedeva, in violazione delle competenze delle regioni, che il Governo adotti i relativi decreti legislativi attuativi in sede di Conferenza unificata Stato-regioni, il Governo ha predisposto un decreto correttivo pubblicato il 26 Giugno 2017. Il decreto legislativo di modifica conferma sostanzialmente gli obiettivi ed i contenuti del decreto legislativo n.175 del 2016, ma gli aggiustamenti principali si riferiscono al coinvolgimento degli enti territoriali mediante lo strumento dell'intesa in Conferenza unificata. Quindi il Testo unico, nel conciliare le precedenti disposizioni in un unico indirizzo giuridico omogeneo, preservando la spesa pubblica e gestendo le partecipazioni in modo funzionale, si fonda su quattro tipologie di intervento:

- “disposizioni introduttive recanti: l'indicazione dell'oggetto e dell'ambito di applicazione del T.U. (art. 1); la formulazione delle definizioni (art. 2); l'individuazione dei tipi di società in cui è ammessa la partecipazione pubblica (art. 3). L'individuazione delle tipologie di società è completata dagli artt. 16, 17 e 18, dedicati, rispettivamente, alle società in house, alle società miste pubblico-private, al procedimento di quotazione di società a controllo pubblico in mercati regolamentati;
- disposizioni volte a stabilire condizioni e limiti delle partecipazioni pubbliche, nonché a ridefinire le regole per la costituzione di società o per l'assunzione o il mantenimento di partecipazioni societarie da parte di amministrazioni pubbliche, e di alienazione di partecipazioni pubbliche (artt. da 4 a 10);
- disposizioni in materia di organi di amministrazione e di controllo delle società a controllo pubblico, con riferimento ai seguenti profili: governance societaria, requisiti dei componenti degli organi di amministrazione e compensi dei membri degli organi sociali (art. 11); regime di responsabilità dei rappresentanti degli enti pubblici partecipanti (art. 12); regime di controllo, con riguardo all'attivazione del controllo giudiziario (art. 13), alla prevenzione della crisi di impresa (art. 14), al controllo e monitoraggio da parte del Ministero dell'economia e delle finanze (art. 15);
- disposizioni volte a incentivare l'economicità e l'efficienza mediante l'introduzione di procedure di razionalizzazione periodica e di revisione straordinaria (artt. 20 e 24), di gestione del personale (artt. 19 e 25), di specifiche norme finanziarie per le partecipate degli enti locali (art. 21) e di promozione della trasparenza (art. 22)” (Camera dei deputati, 2018).

2.2.3 Il ruolo della Corte dei Conti

Attraverso il sistema dei controlli interni agli enti locali viene attuata una complessa rete di verifiche, riguardanti gli aspetti più importanti della gestione. “Il controllo sugli organismi partecipati presuppone la redazione del bilancio consolidato secondo la competenza economica, grazie al quale vengono rilevati, tra l’altro, il tasso medio di raggiungimento degli obiettivi e lo stato di applicazione dei programmi” (Corte dei conti, relazione 2018). La Corte dei Conti ha da sempre svolto funzioni giurisdizionali riferite alla contabilità, l’articolo 103 della Costituzione ha mantenuto l’attribuzione delle funzioni giurisdizionali e di controllo tipiche dell’organo, infatti che la Corte dei Conti sia responsabile della giurisdizione in materia di contabilità pubblica, essendo presente su tutto il territorio nazionale. Riguardo il controllo di legittimità esercitato dalla Corte, serve ad assicurare che ogni singolo atto sia costituito a norma di legge, in concomitanza con gli obiettivi di efficienza e economicità. L’articolo 100 della Costituzione sancisce il tipo di controllo e le relative materie:

- sulla legittimità sugli atti posti in essere dal governo (controllo preventivo);
- materia contabile sul bilancio dello Stato (controllo successivo);
- sugli enti (controllo economico/finanziario).

Dati gli interessi presenti in materia di finanza pubblica, il controllo avviene in stato di assoluta imparzialità. Facendo riferimento alla prima funzione di controllo, concerne la legittimità dei decreti dell’esecutivo che devono essere presi in conformità alla legge, in particolare a quelle del bilancio. L’invio dell’atto sottoposto a controllo all’ufficio della Corte dei Conti si colloca all’inizio del processo di controllo esercitato; in caso di legittimità dell’atto viene ammesso dalla Corte al visto e alla registrazione e di conseguenza acquista efficacia, ossia produce effetti giuridici; il caso contrario, in cui la Corte dubita della legittimità dell’atto, è disciplinato dalla legge 24 novembre 2000 n. 340 che stabilisce un termine ultimo di 60 giorni per il completamento dell’azione amministrativa, salvo circostanze eccezionali. Dato il dibattito suscitato riguardo l’assimilabilità di questo tipo di controllo al procedimento amministrativo e giurisdizionale, si pronuncia la Corte costituzionale che ha attribuito alla Corte dei conti l’autorità di pronunciarsi sulla legittimità costituzionale dell’atto. Per quanto riguarda il controllo sulla gestione delle amministrazioni pubbliche, con riferimento alla regolarità della gestione e il funzionamento dei controlli interni di ciascuna amministrazione, si valutano tempistiche e costi in modo da far coincidere i risultati con gli obiettivi prefissati dalla legge e perseguiti dalla pubblica amministrazione. Inoltre la Corte può effettuare ispezioni, o chiedere ad altri organi preposti al controllo interno eventuali informazioni. I soggetti sottoposti a controllo sono disciplinati dal decreto legislativo n. 29 del 1993, fra cui troviamo anche le sezioni regionali a seguito della pronuncia della Corte costituzionale e il controllo sugli enti locali essendo in vigore la legge del 26 febbraio 1992 n. 51 e successive modifiche. A questo proposito la riforma del titolo V ha contribuito a rafforzare l’autorità della Corte dei conti per quel che riguarda il controllo sugli enti locali. A differenza del controllo di legittimità sugli atti, questo è un modello di carattere empirico-collaborativo, quindi compiuto sulla base

di analisi e modelli. Per quanto concerne l'ultimo tipo di funzione, il controllo economico-finanziario, La Corte dei Conti, come dettato dall'articolo 100 della Costituzione vigila sugli enti che: si avvalgono di contribuzione periodica nei confronti dello Stato; si finanziano in virtù di autorizzazione con imposte e tasse; godono in seguito a concessione di garanzia di un apporto al patrimonio; hanno subito una trasformazione in società di diritto privato, ma solo nel caso in cui la partecipazione pubblica rappresenti la maggioranza del capitale sociale. Sono previste due modalità di controllo (legge del 21 marzo 1958 n. 259): controllo diretto dall'ufficio della Corte, controllo da parte di un magistrato della Corte, e hanno per oggetto l'intera gestione finanziaria e amministrativa dell'ente. La Corte dei Conti compila una relazione con le proprie valutazioni sulla gestione finanziaria dell'ente e la invia al Parlamento il quale provvede al controllo politico finanziario. Nel caso siano presenti irregolarità, la relazione viene anche mandata all'ente controllato nonché ai Ministeri allo scopo di eliminare tali criticità e favorire una corretta e migliore gestione. Nel tempo i poteri della Corte sono stati valorizzati nella sua funzione costituzionale, infatti vediamo come nella sua relazione al bilancio tiene conto dell'intera situazione della finanza pubblica, includendo il giudizio sul rendiconto riguardante l'intero settore pubblico volti anche a rispettare ed allineare la disciplina ai parametri comunitari. Data la sua funzione di garante dell'equilibrio della finanza pubblica, una volta l'anno, fornisce un'analisi dettagliata basata sulla comparazione di ciò che riguarda la finanza regionale e locale in riferimento ai principi posti alla base dell'Unione europea e del bilancio dello Stato. (Corte dei conti, 2020). La normativa del testo unico sulle società partecipate, citata nel precedente paragrafo, si occupa di delineare una specifica normativa riguardante le società caratterizzate da una partecipazione pubblica, volta a scongiurare le criticità derivanti dall'abuso della forma societaria da parte delle amministrazioni pubbliche e a tutelare l'equilibrio di bilancio. Quindi i due obiettivi del TUSP sono: evitare l'abuso derivante dal consueto dibattito riguardante la capacità giuridica delle amministrazioni pubbliche e porre un freno alla situazione di deficit della spesa pubblica. Detto ciò "il TUSP configura due gruppi di norme, le prime riferibili rispettivamente a società partecipate, mentre le seconde in relazione alla riconoscibilità della qualità del controllo pubblico. A questo proposito mentre per le prime si applica una disciplina volta a stabilire i criteri di dismissione delle partecipazioni, solo per le seconde, società a controllo pubblico e in house, si applica una disciplina più invasiva derivante dalla sovrapposizione della disciplina dello stato pubblico su quello societario" (F. Sucameli, 2020). "La società in house, sulla falsariga di un'interpretazione ormai pacifica della giurisprudenza, preserverebbe della società solo la forma esteriore, costituendo, in realtà, «un'articolazione in senso sostanziale della pubblica amministrazione da cui promana e non un soggetto giuridico ad essa esterno e da essa autonomo, Corte di Cassazione, Seconda Sezione Civile, 14 marzo 2016, n. 4938" (V. Varchetta, 2017). Rispettivamente l'ente, in caso di costituzione di società o acquisizione di partecipazioni, ha l'obbligo di inviare atto la cui esaminazione sarà compito della Corte dei conti; in determinati casi, quali la quotazione o l'acquisto di partecipazioni in società già costituite, è prescritto analogo procedimento alla magistratura contabile. Inoltre anche la deliberazione del Presidente della Regione riguardo determinate società è posta a controllo. In via

generale tutti gli atti amministrativi presi dalla pubblica amministrazione e riguardanti una società di diritto comune sono inviati agli organi di controllo competenti, la legge non specifica nulla di più sul potere esercitato dalla Corte dei conti. Facendo riferimento alle società partecipate, il controllo si attua in maniera diretta sulle stesse società, in altri casi come quelli riferiti alle competenze regionali, si attua in via indiretta sulla società e in via diretta sull'ente. Quindi nel secondo caso non opera un controllo con riferimento alla legittimità, ma piuttosto riferito alla contabilità, per assicurarsi che l'eventuale equilibrio di bilancio dell'Ente non sia intaccato da possibili criticità nelle passività della partecipata.

Capitolo 3

Caso studio: Gruppo Hera, la prima multiutility italiana

3.1 Introduzione

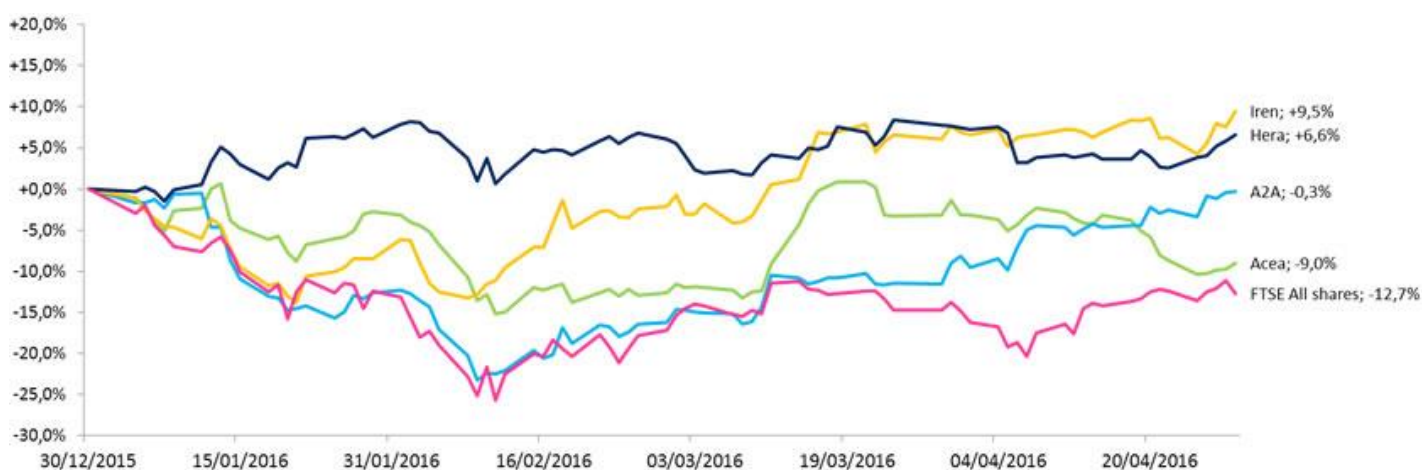
3.1.1 Gruppo Hera

Il gruppo Hera, allo stato attuale, è una società leader nei servizi ambientali, idrici e energetici. Costituito nel 2002 dalla fusione di 11 aziende municipalizzate, un fenomeno che ha segnato quel periodo storico per il suo fattore di innovazione, da cui ne derivò una crescita costante ed equilibrata. “Nei dieci anni successivi il Gruppo ha continuato a dare concretezza a questa visione, continuando a raccogliere attorno a sé altre aziende in territori circostanti e progressivamente allargando la governance ad altri enti locali, fino a oltre 180. Si inserisce in questo quadro l’aggregazione di AcegasAps, multiutility di Padova e Trieste” (Gruppo Hera). La crescita, quindi, ha portato a un’ulteriore assimilazione di diverse società operanti negli stessi ambiti e alla quotazione in Borsa dal 2003. Alle categorie di servizi sopra citati si aggiungono l’illuminazione pubblica e i servizi di comunicazione, accomunati dagli obiettivi su cui si basa l’impianto strategico della società: crescita, efficienza, eccellenza, innovazione e agilità. La leadership di Hera nel settore dei servizi pubblici è confermata dal numero di dipendenti e cittadini che usufruiscono dei servizi, rispettivamente 4,3 milioni di cittadini in 330 comuni dell’Emilia-Romagna, Friuli-Venezia Giulia, Marche, Toscana e Veneto. “Per Hera essere la migliore vuol dire rappresentare un motivo di orgoglio e di fiducia:

- per i clienti, perché ricevano, attraverso un ascolto costante, servizi di qualità all’altezza delle loro attese;
- per i lavoratori, quasi 9.000 persone impegnate ogni giorno per assicurare servizi indispensabili, perché siano protagonisti dei risultati con la loro competenza, il loro coinvolgimento e la loro passione;
- per gli azionisti, perché siano certi che il valore economico dell’impresa continui ad essere creato, nel rispetto dei principi di responsabilità sociale;
- per il territorio di riferimento, perché sia la ricchezza economica, sociale e ambientale da promuovere per un futuro sostenibile;
- per i fornitori, perché siano attori della filiera del valore e partner della crescita” (Gruppo Hera sito ufficiale).

Come accennato in precedenza il titolo del Gruppo è stato quotato alla Borsa di Milano, precisamente il 26 giugno 2003, inoltre nel 2019 è entrata a far parte del principale indice di Borsa italiana (FTSE MIB) che include i 40 titoli più rilevanti per capitalizzazione, liquidità e volume di scambi. Di seguito un grafico esplicativo dell'andamento del titolo Hera che conferma la crescita, iniziata nel 2002, di una società multibusiness, caratterizzata da una complementarità fra sviluppo interno e linee esterne. Il titolo non è quotato su mercati alternativi e dark pool. Le dark pools “sono gigantesche piattaforme finanziarie non trasparenti, esterne ai circuiti regolamentati. Non espongono pubblicamente i prezzi. Le utilizzano i grandi investitori istituzionali per concludere enormi transazioni nel più totale anonimato. Con il grande vantaggio, rispetto alle normali Borse, di minimizzare i costi della negoziazione e lo stesso impatto sul mercato (il cosiddetto market impact)” (E. Marro, 2016).

Grafico 1: andamento del titolo Hera



Fonte: Gruppohera.it

Con attento riguardo al profilo del rischio della società, riferendoci a servizi pubblici con andamento anticiclico risulta molto conservativo; infatti il 51% dei risultati finanziari derivata da attività regolate, il restante 49% da attività liberalizzate in cui Hera ha una posizione di mercato difendibile e di primaria importanza. Le caratteristiche di cui sopra contribuiscono a contrastare gli eventuali effetti provocati da uno scenario macro economico sfavorevole. I risultati ottenuti nel corso degli anni sono una conseguenza del suo core business diversificato, dell'efficiente allocazione delle risorse, ma soprattutto della costante determinazione nel perseguimento degli obiettivi descritti dalla mission e ricordati in precedenza, tra cui si colloca anche il rispetto dell'ambiente e quindi l'impegno in attività legate alla sostenibilità. Essenzialmente il management, gestendo le attività principali, deve creare valore per i propri stakeholders in una prospettiva di rispetto ambientale nel

lungo termine. “La Mission stessa di Gruppo evidenzia la tensione verso un percorso di eccellenza. Hera, operatore di spicco nel settore multi-utility, intende perseguire una crescita, sia organica che per linee esterne, tesa a creare valore per i propri stakeholder attraverso politiche di sostenibilità” (Gruppo Hera sito ufficiale). Con riferimento all’esercizio 2019 citiamo alcuni passi della lettera del Presidente agli Azionisti che riassumono i risultati conseguiti dalla società, al fine di mettere a confronto gli obiettivi analizzati in precedenza e i risultati ottenuti. Prima della fine dell’esercizio ha rafforzato la joint venture su EstEnergy, si tratta di un’alleanza commerciale nel settore dell’energia tra Hera e Ascopiave, con questa operazione la società ha raggiunto oltre 3 milioni di clienti consolidando la terza posizione sul mercato energetico nazionale. Tra le operazioni di allargamento supportate da obiettivi a lungo termine, oltre quella menzionata precedentemente, rientra anche quella riguardante il settore dei trattamenti di rifiuti effettuata nel 2019. Una crescita costante e organica ha da sempre caratterizzato questa società, i risultati dell’anno 2019 ha confermato ancora una volta questo andamento, promosso dallo sviluppo gestito direttamente di un’ampia serie diversificata di attività e investimenti volti all’espansione dei mercati e all’aumento di efficienza. Mettiamo a disposizione alcuni dati che giustificano e confermano l’andamento di questo trend: rispettivamente 1085 milioni di euro a livello di margine operativo lordo con un incremento del 5,2% sul 2018, ulteriore creazione di valore confermata dai ritorni sul capitale investito (ROI) del 9,4% e del 10,4% sull’equity; inoltre siamo in presenza di un aumento del 40% della generazione di risorse di autofinanziamento garantendo una maggiore solidità patrimoniale. Questi dati riflettono l’efficacia del modello multi-business e delle strategie di crescita della società, confermati anche dalle quotazioni in borsa che hanno toccato il massimo storico di 4,5 euro, confermando Hera al 27° posto della classifica delle maggiori capitalizzazioni del mercato italiano e al primo posto tra le multiutility italiane. Infine con riguardo alla sostenibilità, i risultati del 2019 hanno confermato una responsabile politica socio-ambientale e di attenzione verso i principali stakeholder. A questo punto dopo aver presentato i dati riguardanti i risultati d’esercizio, possiamo analizzare in maniera più specifica le strategie attuate in ambito industriale e finanziario. Il modello di business e la diversificazione dell’azionariato di Hera sono una conseguenza dell’obiettivo di crescita esterna, che permette l’allargamento della compagine sociale. Ci riferiamo proprio alle operazioni di merger and acquisition (M&A), attraverso cui gli azionisti sviluppano sinergie e economie di scala derivanti dalla fusione al fine di creare valore per la società. Questa strategia distingue le operazioni su aziende:

- “Mono-business, in cui le operazioni di M&A ricadono principalmente su attività libere e possedute da privati;
- Multi-utility, la proprietà è detenuta da enti pubblici (Comuni), con attività localizzate territorialmente che spesso riguardano servizi gestiti in concessione. Il fine ultimo sono i territori contigui a quelli di riferimento poiché le fusioni sono agevolate dalla contiguità territoriale, configurandosi come operazioni di integrazione con l’azienda “partner” in cui i soci generalmente prediligono far parte dell’azionariato del Gruppo. Inoltre sono realizzate con scambi azionari con le controparti.

Hera continuerà a focalizzarsi su operazioni di M&A, generalmente coperte da eventuali generazioni di cassa positive, selezionando investimenti che prospettino sinergie e che siano complementari rispetto all'attuale portafoglio di attività: attenzione particolare verrà riservata alla selezione dei target (multi-utility, oltre ad aziende impegnate nella vendita di energia e nel trattamento di rifiuti) in aree del territorio nazionale ritenute strategiche per ciascuna attività” (Gruppo Hera sito ufficiale). Infine, per quanto concerne il rating della società (giudizio sul merito di credito), è stato fornito da due delle maggiori agenzie di credito specializzate, di cui parleremo in maniera più specifica in seguito.

3.2 Privatizzazione

3.2.1 Cambiamento della struttura organizzativa

I processi di privatizzazione, di cui abbiamo parlato in maniera specifica nei paragrafi 2.1.1 e 2.1.2 del secondo capitolo, hanno dato il via a una rivoluzione del settore pubblico. In particolare, sebbene non abbiano comportato un completo trasferimento della proprietà delle aziende pubbliche ai privati, hanno dato il via a una riorganizzazione del settore dei servizi pubblici locali. “Le privatizzazioni, infatti, unite ai processi di liberalizzazione dei settori tipici di attività delle ex-municipalizzate, hanno in molti casi rappresentato un rilevante momento di revisione della struttura imprenditoriale e della strategia d’impresa” (F. Minervini, 2014). In particolare ciò ha comportato l’abbandono di imprese specializzate nell’offerta di un unico servizio (mono-utility) a favore di un nuovo tipo di azienda che si occupa di offrire una pluralità di servizi (multiutility), diversificando le proprie attività nelle utilities di energia, gas naturale, acqua e telecomunicazioni. Data la difficoltà del processo di privatizzazione e riorganizzazione del settore dei trasporti pubblici, questi ultimi non sono stati inclusi nel processo di diversificazione. Tali cambiamenti hanno fatto seguito a una nuova concezione del modello imprenditoriale sotto alcuni aspetti. In primo luogo, “si è verificato un passaggio dalla semplice struttura organizzativa della ex-municipalizzata a veri e propri gruppi industriali, anche di notevoli dimensioni, soprattutto nel caso delle società quotate in borsa” (Passarelli, Peruzzi e Petretto 2003). Tali gruppi sono, in genere, articolati in una società capogruppo con funzioni di holding, di indirizzo strategico e di tipo amministrativo, mentre l’offerta dei servizi è delegata a società specializzate. Inoltre, nell’ambito dei vari settori di attività, le società operative sono state distinte, per un verso, a seconda del servizio offerto (elettricità, gas, acqua, telecomunicazioni, igiene urbana, altri servizi accessori) e, per altro verso, a seconda delle principali attività individuabili all’interno della filiera produttiva (produzione, trasporto, commercializzazione, trading, gestione delle infrastrutture). In secondo luogo, “si è assistito alla nascita (e proliferazione) di numerose alleanze fra le imprese di SPL e diversi soggetti, tra cui, in particolare, altre imprese ex-municipalizzate, soci industriali o finanziari (già presenti nel capitale azionario della capogruppo) e altri soggetti imprenditoriali dotati di specifiche competenze nei settori in cui le ex-municipalizzate si sono diversificate” (Accenture, Agici e

Confservizi 2004). Inoltre il nuovo modello imprenditoriale comprende una caratteristica innovativa, l'adozione di nuove operazioni che andavano al di fuori delle zone tradizionalmente esposte all'attività delle aziende di SPL, ma si tratta di zone limitrofe che vanno al di fuori del territorio comunale, o addirittura all'estero come nei casi dell'Aem di Milano che ha acquisito il 41,1% della società Mestni Pliovodi (con sede a Capodistria e operante nel settore del gas naturale) e il 35% di Agadaz (sede a San Pietroburgo e operante nelle progettazioni di reti gas). Come affermato nel paragrafo precedente nel 2002 si è verificato un importante processo di integrazione industriale e operativa che ha determinato la nascita del Gruppo Hera, una holding formata da 11 società che allo stato attuale rappresenta uno dei più grandi soggetti italiani nei settori di competenza. "L'integrazione riveste, a giudizio della Società, una elevata valenza industriale, consentendo al gruppo Hera di cogliere le opportunità di crescita e di competere con un ruolo di primo piano in un mercato in progressiva liberalizzazione. Inoltre, l'integrazione consente di realizzare, attraverso una gestione unitaria e integrata, significative sinergie in termini di razionalizzazione e di economie di scala nonché di acquisire rilevanti risorse sotto il profilo gestionale, progettuale e commerciale maturate dalle società partecipanti all'integrazione" (Gruppo Hera). Facendo riferimento al cambiamento della struttura organizzativa, data l'opportunità di sfruttamento delle economie di scala e la rilevanza delle funzioni di indirizzo strategico, si è optato per un modello societario in cui al centro ci fosse la capogruppo Hera Spa. Affinchè il servizio fosse offerto in maniera efficiente nei territori in cui operavano le società ex-municipalizzate che si sono aggregate in Hera, nel 2003 "sono state scorporate cinque società operative territoriali (SOT) costituite in forma di società a responsabilità limitata con atto unipersonale" (F. Minervini 2014). Queste ultime, interamente partecipate dalla capogruppo, sono attive nella fornitura dei servizi pubblici locali. Il fine ultimo del modello societario precedentemente descritto, oltre il perseguimento di efficaci economie di scala e quindi della dimensione ottima di produzione, è assicurare la propria espansione territoriale. Infatti nel 2003 abbiamo assistito all'acquisizione del 42% dell'azienda di servizi energetici e ambientali del Comune di Ferrara, la quale svolge la propria attività negli stessi settori del gruppo e creando una nuova società operativa territoriale. Di seguito un grafico che illustra il modello organizzativo della società e conferma quanto detto in precedenza, con Hera spa posta a capogruppo della holding. Inoltre il modello organizzativo di Hera è molto versatile e aperto all'ingresso di nuovi soci. Quest'ultimo, "unico nel settore di riferimento, consente di coniugare il forte radicamento territoriale con la necessità di crescere in termini dimensionali per offrire servizi pubblici sempre più efficienti. La formula prescelta configura il gruppo come un polo aggregatore, ma anche come un sistema aperto all'ingresso di nuovi soci, che potranno assumere un ruolo significativo nelle funzioni direttive dell'impresa e disporre, localmente, di una struttura operativa capace di interpretare e fornire risposte adeguate alle esigenze delle diverse realtà territoriali, aumentando le sinergie che scaturiscono dall'unione di società complementari"(F. Minervini, 2014).

HERA SPA

Acantho spa 80,64%

Hera Comm spa 97%

HERA COMM MARCHE SRL 84%

SGR SERVIZI SPA 29,61%

ESTENERGY SPA 52%

Hera trading srl 100%

AIMAG
spa
25%

CALENIA
energia spa
15%

GALSI
spa
11,76%

SET
spa
39%

TAMARETE
energia srl
40%

INRETE Distribuzione
Energia spa 100%

HERAtech srl 100%

AcegasApsAmga spa 100%

ASE - ACEGASAPSAMGA SERVIZI
ENERGETICI SPA 100%

HERA LUCE SRL 100%

Herambiente spa 75%

ASA SCPA 51%

ENOMONDO SRL 50%

FEA SRL 51%

FERONIA SRL 70%

HERAMBIENTE SERVIZI
INDUSTRIALI SRL 100%

HESTAMBIENTE SRL * 70%

ALIPLAST SPA 80%

Marche
Multiservizi spa 46,70%

Uniflotte srl 97%

Inoltre, successivamente alla sottoscrizione dell'accordo con AcegasAps, accettato la proposta del Fondo Strategico Italiano (holding di partecipazioni controllata al 90% da Cassa Depositi e Prestiti), di un suo ingresso all'interno dell'azionariato di Hera con una quota che potrà arrivare fino a circa il 6%. "Tale ingresso si concretizzerà nel corso del 2013 e porterà a un rafforzamento della compagine pubblica nella governance Hera. L'operazione, oltre a migliorare ulteriormente la struttura finanziaria del Gruppo, in vista anche di nuove opportunità di sviluppo, conferma la rilevanza strategica per il sistema-Paese dell'aggregazione Hera-AcegasAps, che consolida una rilevante realtà industriale all'interno di un settore ancora profondamente frammentato e con grandi potenzialità di recupero di efficienza ed efficacia" (Gruppo Hera).

3.2.2 La diversificazione multiutility

A seguito dei processi di privatizzazione e liberalizzazione Hera, come descritto nei precedenti paragrafi, ha adoperato la strategia di diversificazione multiutility per espandersi territorialmente e garantire una maggiore efficienza della propria struttura organizzativa. Nello specifico gli obiettivi principali sono: "da un lato, l'obiettivo di recuperare efficienza e, dall'altro, quello di cogliere nuove opportunità di profitto (non soltanto al di fuori del core-business, ma anche al di fuori del territorio comunale di origine)" (F. Minervini, 2014). L'impresa multiutility, data la significativa complementarità creata tra i diversi ambiti di attività, può sfruttare determinate politiche di prezzo e commercializzazione volte a una maggiore penetrazione del mercato. Quest'ultima intesa come la possibilità di offrire diversi servizi agli stessi clienti, dato anche il proprio passato come monopolista pubblico. Tali caratteristiche sono molto rilevanti nel nostro caso, dato che Hera ha aperto il proprio capitale ai privati attraverso la quotazione, i quali sono particolarmente interessati alla capitalizzazione dell'impresa. "Se da un lato la riorganizzazione in impresa multiutility può consentire - a certe condizioni - la realizzazione di economie di scala e di scopo, di politiche commerciali più aggressive - anche grazie alla vendita congiunta di una pluralità di servizi a condizioni (non solo di prezzo) specifiche - e di sinergie organizzative, dall'altro lato tale strategia di diversificazione, a cui si accompagna una crescita dimensionale, comporta elementi di criticità, individuabili nella maggiore complessità organizzativa rispetto al modello monoutility,

nella perdita di specificità nel core-business, nella necessità di essere presente anche nelle fasi a valle della filiera produttiva, nel dover reperire adeguate risorse finanziarie e manageriali e nell'aumento della rischiosità (a cui si dovrebbe, dunque, accompagnare una maggiore redditività), peraltro accentuata da legami sia sul piano tecnologico, sia nelle dinamiche della regolamentazione settoriale (si pensi ai casi dell'elettricità e del gas)" (F. Minervini, 2014). L'attività di Hera non è semplice e immediata a causa della molteplicità dei servizi offerti, divisi in quattro fondamentali tipologie: "ciclo idrico integrato (captazione, potabilizzazione, distribuzione acqua potabile e gestione completa del ciclo fognario e di depurazione), ambiente (raccolta rifiuti e pulizia stradale, recupero, trattamento e smaltimento rifiuti), gas (distribuzione e vendita gas metano, servizio di teleriscaldamento), energia elettrica (distribuzione e vendita energia elettrica). A queste si aggiungono altre attività, fra cui illuminazione pubblica e servizi di telecomunicazione. Diverso è anche il regime normativo e tariffario fra le diverse aree di servizio. Ciclo idrico, igiene urbana, trattamento e smaltimento rifiuti urbani, distribuzione di energia elettrica e gas sono soggetti a tariffe regolate, vale a dire determinate da autorità di controllo e vigilanza. Vendita energia elettrica e gas e trattamento e smaltimento di rifiuti speciali sono invece soggette a tariffe di libero mercato, seppur nell'ambito di precisi riferimenti e vincoli normativi. I diversi ambiti di operatività sono attribuibili a 3 distinte filiere, omogenee fra loro per complementarità dei servizi, possibilità di sinergie e, spesso, per regimi tariffari e regolatori. Reti (ciclo idrico integrato, distribuzione gas ed energia elettrica), Ambiente (igiene urbana, recupero, trattamento e smaltimento rifiuti), Energy (vendita di energia elettrica e gas)" (Gruppo Hera). Rispetto ad ogni ambito di attività sono operanti diverse società specializzate, tutte appartenenti al gruppo; inoltre si aggiunge Marche Multiservizi, una multiutility operante nella provincia di Pesaro-Urbino e controllata da Hera nella gestione del ciclo idrico integrato, nei servizi ambientali e nella distribuzione gas. A questo punto è possibile analizzare in modo più specifico il portafoglio di attività del gruppo e come viene articolato fra: igiene ambientale, trattamento di rifiuti, servizio idrico, reti e gas e teleriscaldamento, reti elettriche e servizi energetici. I servizi di igiene ambientale fanno parte di un sistema aggregato di gestione rifiuti, frutto dell'esperienza maturata nel corso del tempo e del legame intrapreso con il territorio, inteso come valore portante della mission aziendale. Il modello organizzativo della raccolta è legato al recupero di materia e alla massimizzazione della quantità e della qualità della raccolta differenziata, orientato alla sostenibilità tecnica ed economica. "Hera è uno dei maggiori operatori nazionali nella gestione del servizio idrico integrato. Grazie a una rete complessiva di oltre 45.000 km e a circa 1.200 impianti fra potabilizzatori e depuratori, vengono serviti oltre 3 milioni di cittadini, con le attività di captazione, potabilizzazione, distribuzione, fognatura e depurazione. Grazie ai significativi investimenti sulle infrastrutture – 1 miliardo di euro negli ultimi 10 anni – e l'implementazione di soluzioni tecnologiche che prevedono l'automazione e il telecontrollo, Hera garantisce la continuità nell'approvvigionamento, una qualità dell'acqua eccellente e una rete che vanta fra le più basse percentuali di perdite a livello nazionale (26,7% nel 2010 a fronte di una media nazionale del 33,7%). Nell'ambito del ciclo idrico, Hera si prefigge l'erogazione di un servizio che soddisfi a pieno le esigenze delle comunità servite. In tal senso l'impegno del Gruppo si traduce in attività che puntano a garantire la sicurezza dell'approvvigionamento, a ridurre gli sprechi, ad assicurare livelli di servizio il più possibile omogenei su tutto il territorio. Con riferimento alla distribuzione di gas naturale, Hera serve più di un

milione di clienti ponendo alla base della propria attività i valori di efficienza e sicurezza della gestione, resi possibili anche dai significativi investimenti destinati a progetti di innovazione e miglioramento dei servizi”. Riguardo la distribuzione di energia elettrica la società sta investendo sull’implementazione delle smart grid e la diffusione dei contatori digitali, in grado di garantire a distanza e in tempi ridotti la gestione e lo scambio di una notevolissima mole di informazioni fra produttore, distributore e utenza in merito ai consumi effettivi di elettricità. Inoltre il gruppo Hera è uno dei primi operatori nazionali nella distribuzione e vendita di gas naturale, in particolare le politiche di approvvigionamento energetico rappresentano uno degli elementi che hanno contribuito alla crescita costante della società negli ultimi anni. Su questo fronte Hera ha perseguito una strategia chiara e distintiva, volta ad assicurare forniture in grado di sostenere con sicurezza la crescita della base clienti, garantendo al contempo la giusta flessibilità degli approvvigionamenti, per minimizzare i costi fissi. Per quanto riguarda il gas naturale, il Gruppo Hera può contare su un portafoglio ben diversificato di forniture, su cui non gravano contratti che prevedono il pagamento di quantità prefissate di gas (contratti “take or pay”)” (Gruppo Hera). In prospettiva di un’ulteriore diversificazione delle fonti di approvvigionamento, il Gruppo Hera ha acquisito una quota del 10,4% in Galsi, il gasdotto in corso di approvazione fra Italia e Algeria. Per l’energia elettrica, Hera ha privilegiato un mix bilanciato e flessibile delle forniture, fra acquisti alla Borsa elettrica, alcune partecipazioni in centrali di produzione (fra cui Tirreno Power) e una quota di generazione autonoma.

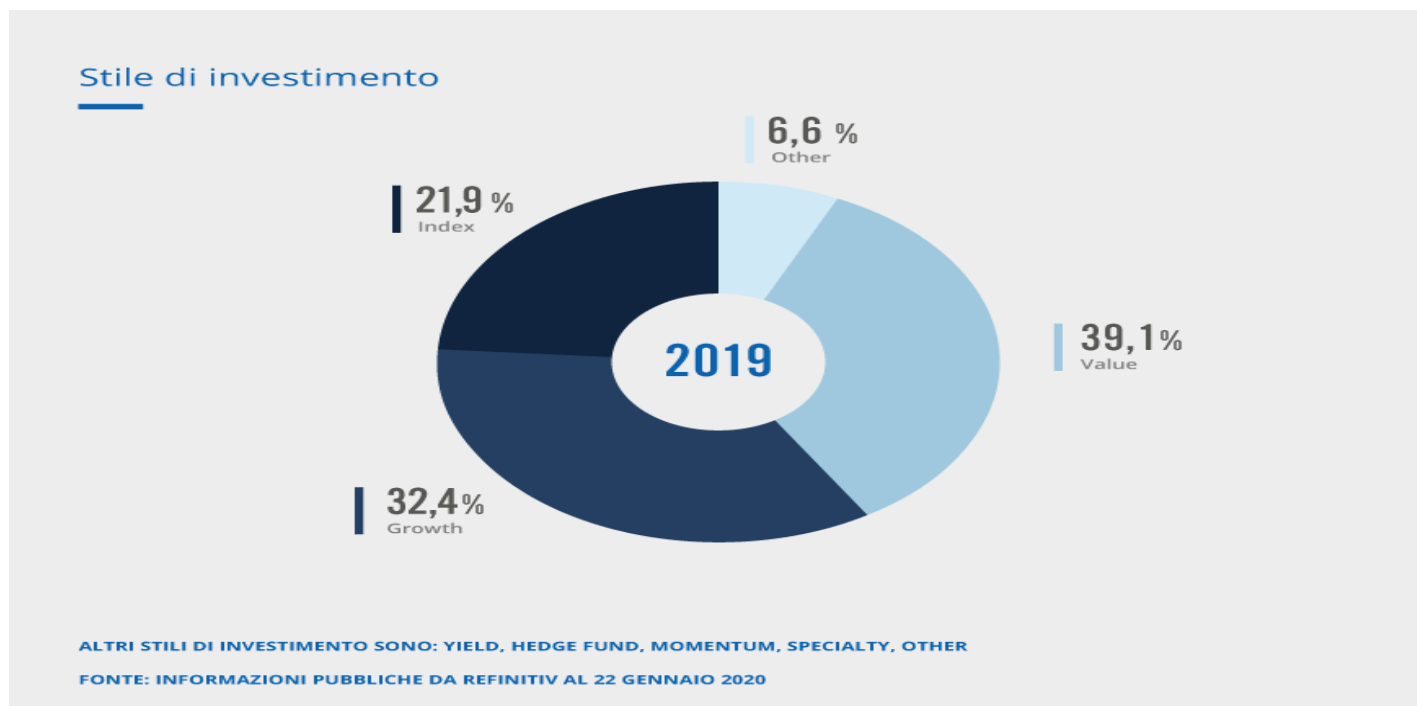
3.3 Emissioni di debito

3.3.1 Tipologie di emissione

Prima di analizzare le emissioni di debito è necessario fornire un quadro generale concernente la strategia finanziaria della società, il cui principale obiettivo è il bilanciamento attuale e a lungo termine tra investimenti e impieghi di capitale da un lato, e fonti di finanziamento dall’altro (sia in termini di piano di rimborso che di tipologie di tasso). “Al fine di mantenere il basso profilo di rischio raggiunto, Hera punta a migliorare la struttura finanziaria del Gruppo, ponendosi i seguenti target per il piano al 2023 un rapporto tra debiti finanziari netti e MOL di 2,8x, in miglioramento rispetto al precedente Piano, che presentava un rapporto di 2,9x nel 2022. I target sono perseguiti attraverso la crescita dei risultati operativi che porteranno ad una generazione di cassa positiva, in grado di più che coprire il fabbisogno di investimento e la distribuzione dei dividendi lasciando ampio spazio per sostenere le attività di M&A” (Gruppo Hera). Per quanto concerne il rating della società (giudizio sul merito di credito), prende in considerazione tre variabili: la posizione di liquidità dell’azienda, la sostenibilità del debito e il profilo di rischio. Con riguardo ad Hera è stato fornito da due delle maggiori agenzie

di credito specializzate: Moody's e Standard & Poor's, da cui derivano valutazioni complessivamente positive sul debito. Il rating positivo si riferisce alle strategie di crescita interna, inoltre il valore del debito è rassicurante in quanto Hera ha da sempre saputo sfruttare al meglio le relazioni sinergiche derivanti da fusioni e acquisizioni. In particolare Moody's, la cui valutazione "si basa sul buon profilo di business che presenta un portafoglio di attività molto ben bilanciato e sottolinea l'elevata visibilità delle attività regolate, assieme a delle metriche finanziarie solide, si aspetta una crescita costante e a lungo termine della società. *Standard & Poor's* ritiene d'altro canto che, nonostante la presenza in business liberalizzati e l'aggressiva politica dei dividendi adottata, Hera operi in uno dei più ricchi e popolosi territori dell'Italia settentrionale e presenti un basso profilo di rischio grazie ai business regolati: per queste ragioni ha assegnato rating positivi sia per il debito a breve termine sia per il debito a lungo termine. L'investimento in Hera infatti gode ottimi margini di guadagno anche in prospettiva, dato che fin dalla sua costituzione ha raddoppiato le sue dimensioni e i risultati ottenuti, mantenendo un profilo di rischio contenuto e una buona solidità finanziaria. Il Gruppo Hera si è dato, sin dalla sua nascita, obiettivi industriali ed economico/finanziari molto chiari, sfidanti ma raggiungibili. E i risultati raggiunti dopo 15 anni ne sono la prova tangibile. Con riguardo alle categorie di investitori, riscontriamo 214 investitori istituzionali ordinati per ranking, numero di azioni e quindi percentuale sul capitale sociale; inoltre il seguente grafico analizza i principali stili di investimento (Gruppo Hera).

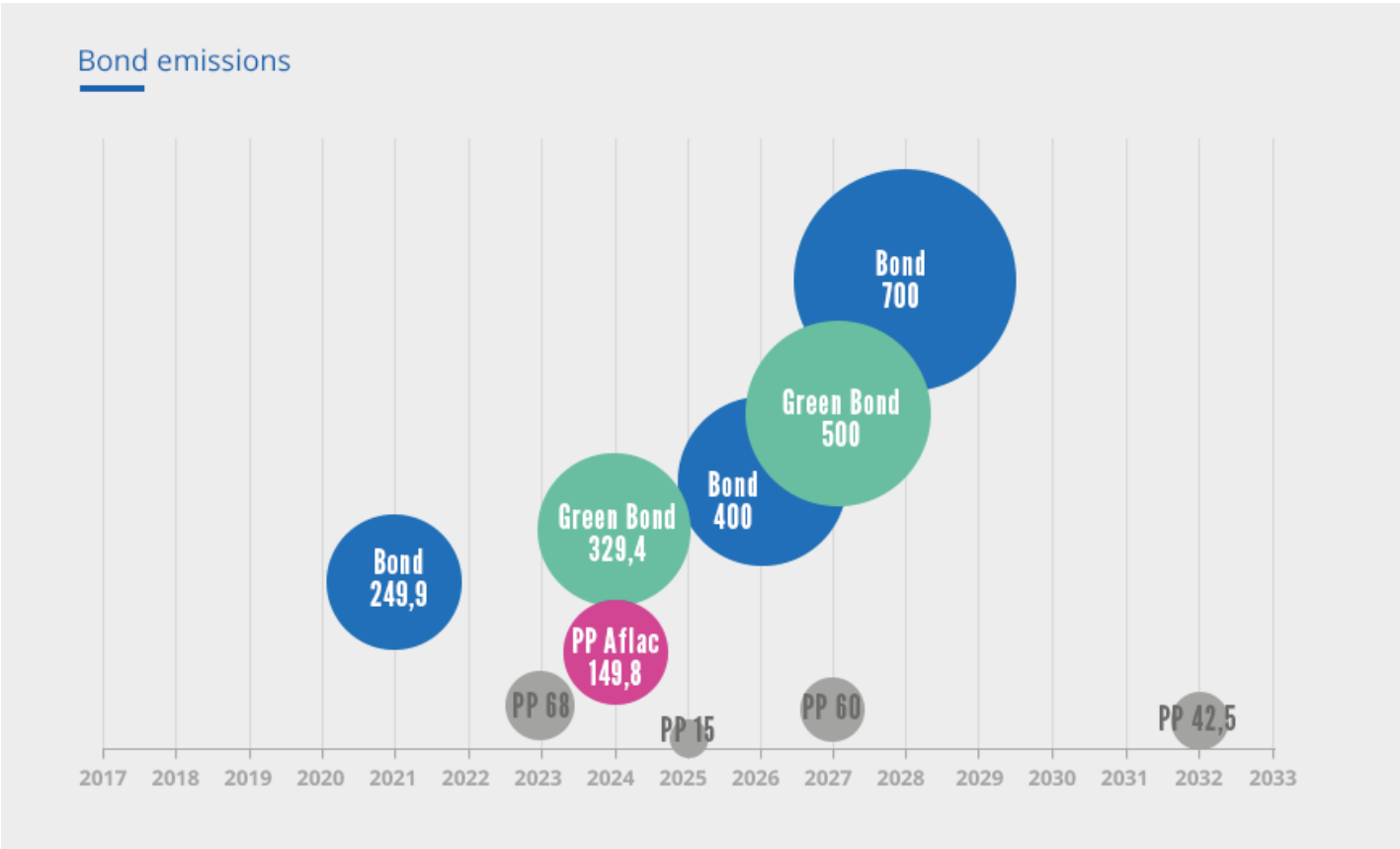
Grafico 3: stile di investimento



Fonte: Gruppohera.it

Per gli investitori privati, nel nostro caso circa 20.000 persone fisiche che acquistando il titolo dimostrano la loro fiducia nel conseguimento degli obiettivi della società, è previsto uno strumento idoneo a fornire agli investitori un'informazione completa e semplice relativa agli eventi e ai risultati del Gruppo: la Newsletter. Quest'ultima, che la società trascrive trimestralmente, riassume tutti gli eventi riguardanti i risultati e la gestione aziendale. Con riguardo alle emissioni obbligazionarie e accensioni di prestiti, ottenuti a condizioni competitivi senza rischi di tasso e per soddisfare le esigenze di finanziamento. Di seguito un grafico che illustra le emissioni previste nei prossimi anni e le conseguenti caratteristiche; in particolare l'obiettivo di Hera è garantire un livello di liquidità tale da far fronte a tutti gli impegni contrattuali intrapresi, sia in condizioni di normale corso degli affari sia in condizioni di instabilità. Nel paragrafo successivo analizzeremo in maniera specifica le varie emissioni e le strategie ad esse connesse, prendendo in considerazione le seguenti: green bond 2024, bond 2019, bond 2021, green bond 2027, bond 2028.

Grafico 4: emissioni



Fonte: Gruppohera.it

3.3.2 Strategie di emissione

A luglio del 2014 Hera ha lanciato sul mercato un green bond, il fine ultimo era finanziare gli investimenti in sostenibilità e contribuire a una migliore qualità ambientale. Nello specifico, nell'elenco dei progetti finanziabili tramite questa emissione, tra le categorie di investimento troviamo: aumento della produzione di energia da fonti non fossili, aumento dell'efficienza energetica, miglioramenti degli impianti di trattamento rifiuti e aumento della raccolta differenziata. Con riguardo alle caratteristiche di emissione: scadenza il 04/07/2024 e cedola annuale, quantità di emissione pari a 500 mln al prezzo di 99,464%. In generale ha avuto molto successo, con richieste per un controvalore pari a circa tre volte il suo ammontare. “Il Green Bond Hera ha inaugurato, anche in Italia, una modalità di finanziamento già utilizzata in Europa da altre grandi utility, che mette la finanza al servizio dell'ambiente, con risorse che saranno poi destinate specificatamente a investimenti legati a migliorare le performance ambientali nel territorio. L'elenco dei progetti eleggibili dal finanziamento è stato definito da Hera sulla base di precisi criteri ambientali e successivamente verificato da DNV GL a garanzia della corretta destinazione dei fondi. Per ciascun ambito di progetto è stato individuato un set di indicatori che riflettono i benefici ambientali associati alle singole iniziative. A valle della raccolta dei fondi sono stati finanziati/rifinanziati 26 progetti ad alto valore CSR. L'ammontare complessivo dei progetti finanziati con l'emissione nel 2016 ha raggiunto i 500 milioni di euro coprendo l'intero ammontare del bond. Nel 2017 i progetti finanziati con il Green Bond hanno raggiunto i 500 milioni di euro coprendo l'intero ammontare del bond. Da questo momento termina quindi l'obbligo di rendicontazione dei progetti, in coerenza con quanto definito dai Green Bond Principles (Gruppo Hera)”. Nel 2019 succede un'altra emissione di questa tipologia di bond con scadenza il 05/07/2027, quantità di emissione 500 mln e rispettivo prezzo 98,407%; in questo caso la società vuole continuare a essere un punto di riferimento per la sostenibilità a livello italiano, e 5 anni dopo lancia una seconda emissione volta a sostenere progetti di sostenibilità in tre ambiti: efficienza energetica, economia circolare e gestione sostenibile delle risorse idriche. Questa volta le sottoscrizioni pervenute sono state sette volte superiori alla quantità offerta. “Per assicurare la corretta e trasparente destinazione dei fondi, Hera ha attivato un processo di rendicontazione dei fondi allocati e di monitoraggio delle performance ambientali raggiunte dagli interventi finanziati dal Green bond 2019-2027 emesso il 5 luglio 2019. Il report è stato sottoposto a verifica esterna da parte della società di revisione del bilancio di sostenibilità. I fondi del Bond sono stati completamente allocati e rendicontati al 31-12-2019, in quanto una quota rilevante del bond ha rifinanziato progetti green del 2017 e del 2018” (Gruppo Hera). Inoltre nel 2009 Hera ha completato l'emissione dell'eurobond, uno strumento finanziario che sancisce un nuovo riferimento nella strategia di ottimizzazione del profilo del debito dell'azienda. “Questa operazione – ha commentato l'Amministratore Delegato Maurizio Chiarini - rientra nella strategia di ottimizzazione del profilo del debito dell'azienda, allungandone ulteriormente la scadenza media. Il successo della sottoscrizione e l'ottima accoglienza nel mercato confermano l'apprezzamento degli investitori istituzionali nei confronti della strategia industriale e finanziaria dell'azienda e provano come il mercato obbligazionario rappresenti per Hera un canale stabile per la raccolta di risorse finanziarie a medio/lungo termine” (Gruppo Hera). Come detto in precedenza questo strumento è stato emesso solo con riferimento a investitori istituzionali con un importo nominale pari a 500 milioni, durata decennale e

scadenza prevista per il giorno 3 dicembre 2019. Analogamente al precedente prestito obbligazionario lanciato da Hera nel Febbraio 2006, le obbligazioni lanciate oggi sono rivolte al mercato istituzionale, hanno un taglio minimo di €50,000, sono regolate dalla legge inglese e saranno quotate sulla Borsa di Lussemburgo. “L’operazione ha registrato una domanda che ha superato di oltre 6 volte l’ammontare offerto. Il libro degli ordini, aperto alle 8:30 di Londra, é stato chiuso dopo soli 25 minuti grazie alla forte domanda. L’elevato interesse manifestato da investitori di elevata qualità ha consentito di ridurre il margine originariamente offerto. Con riguardo alle ultime due emissioni prese in analisi, la prima riguarda un nuovo prestito obbligazionario a valere sul programma EMTN per 500 milioni di euro, eseguito nel 2013 e con scadenza nel 2021” (Gruppo Hera). il Consiglio di Amministrazione ha autorizzato l’emissione di uno o più prestiti obbligazionari a valere sul programma Euro Medium Term Notes (EMTN). Il Programma consente alla società di diversificare le proprie fonti di finanziamento, beneficiando delle potenziali opportunità offerte dal mercato dei capitali attraverso l’emissione di varie tipologie di obbligazioni mediante la medesima documentazione. “In particolare, il regolamento del prestito da euro 500 milioni destinato a soli investitori qualificati lanciato da Hera è atteso per il 4 ottobre p.v. subordinatamente, tra l’altro, alla stipula della relativa documentazione contrattuale ed avrà le seguenti caratteristiche: scadenza ottobre 2021, cedola 3,25%, rendimento 3,337% annuo. Il prestito è quotato presso il mercato regolamentato gestito dalla borsa lussemburghese. L’ultima emissione presa a riferimento riguarda, come nel caso precedente, un prestito obbligazionario a valere sul programma EMTN per un ammontare complessivo pari ad euro 700 milioni in linea capitale, da collocarsi esclusivamente presso investitori istituzionali. Il collocamento obbligazionario è stato curato da Banca IMI, BNP Paribas, Deutsche Bank, Mediobanca, RBS e UniCredit in qualità di joint bookrunner. La suddetta emissione dà esecuzione alla delibera del 17 dicembre 2012 con cui il Consiglio di Amministrazione ha autorizzato l’emissione di uno o più prestiti obbligazionari per un importo massimo di euro 750 milioni, scadenza 2028, cedola 5,20\$, rendimento 5,20% annuo, in linea capitale da realizzarsi entro il 31 dicembre 2013, al fine di ottimizzare la gestione della struttura finanziaria della Società nel medio/lungo termine, anche attraverso il rifinanziamento dell’indebitamento già in essere. Il prestito sarà quotato presso il mercato regolamentato gestito dalla borsa lussemburghese” (Gruppo Hera).

Conclusioni

Il fine ultimo di questo lavoro non è essere pienamente esaustivo riguardo gli argomenti trattati, ma fornire un quadro introduttivo e attuale del debito degli enti locali, analizzando nello specifico la regolamentazione e l'evoluzione nel tempo. Le conclusioni di questo lavoro possono essere riassunte nel seguente modo:

1. Il debito pubblico, rappresentato dalla passività emesse dallo Stato per far fronte al proprio fabbisogno, rappresenta un problema rilevante per la finanza pubblica italiana. Nonostante i vari provvedimenti adottati, nel corso del tempo il rapporto debito/Pil è stato oggetto di significative variazioni derivanti da crisi finanziarie e shock esogeni. Nel recente passato, in occasione della crisi dei mutui subprime numerosi istituti di credito hanno sperimentato gravi difficoltà finanziarie e sono stati salvati da interventi pubblici, i quali hanno provocato una flessione negativa in termini di prodotto interno lordo. La struttura delle passività delle amministrazioni locali deriva da numerosi interventi normativi volti alla riduzione e al contenimento del debito stesso; per questo motivo la disciplina che riguarda l'indebitamento di Regioni e Enti locali ha come fine ultimo la stabilità macroeconomica del sistema. Ulteriore tassello di questa situazione sono i vincoli europei all'indebitamento e la regola del pareggio di bilancio istituita nel 2016, anno in cui si annota il superamento del patto di stabilità interno. I meccanismi del patto di stabilità sono stati sostituiti da un vincolo caratterizzato da maggiore semplicità, che propone il raggiungimento di un unico saldo obiettivo. La riforma del titolo V modifica la disciplina che riguarda le relazioni tra i livelli di governo e i rapporti stato periferia, dando il via a una trasformazione dello stato in senso federale. L'evoluzione in senso federale, grazie alla maggiore autonomia di spesa conferita agli enti locali, cui fa parte anche la legge delega n. 42/2009, ha contribuito a un ulteriore aumento del debito pubblico. Una completa attuazione della riforma del 2001 non è avvenuta neanche con la legge delega, la quale ha rimandato la disciplina a nove ulteriori decreti legislativi.
2. Con riferimento alle società municipalizzate e al processo di privatizzazione, il passaggio a un modello in cui viene privilegiato il ruolo allocativo del mercato rispetto alla forte partecipazione statale non è stato un processo semplice. Si è inserito in una prospettiva di miglioramento dell'efficienza dei servizi pubblici che puntava a contrastare i consueti problemi riguardanti la spesa pubblica. Le società a partecipazione pubblica, specializzate in settori quali energetici, infrastrutturali e dei servizi avanzati, rappresentano una quota non indifferente all'interno del nostro paese; nel 2015 infatti le società, attraverso cui viene esercitato il controllo pubblico, sono 9655 con 882.012 addetti. Queste società, dato il sempre attuale dibattito sulla natura giuridica, si adattano completamente alla disciplina di diritto privato. Per il codice civile, per l'ente pubblico, la costituzione di una società di capitali significa: spogliarsi, per ragioni varie, di quella posizione di supremazia indubbiamente inerente alla sua qualità

di persona giuridica pubblica». Il testo unico delle società partecipate (2016) rappresenta un punto di arrivo con riguardo alla disciplina di queste società; quest'ultimo ha fornito un indirizzo unico, ossia una disciplina organica per le amministrazioni pubbliche caratterizzate, da sempre, da una forte frammentarietà del quadro normativo. Inoltre attraverso il controllo degli enti locali e delle società da essi partecipate, al cui centro vi è il ruolo della Corte dei conti, viene attuata una fitta rete di verifiche volta al raggiungimento degli obiettivi di gestione.

3. Per quanto concerne il caso Hera, si evince come, a seguito del processo di privatizzazione, la società cresca a ritmi costanti e equilibrati arrivando ad essere un punto di riferimento a livello italiano. I processi di privatizzazione hanno dato il via a una rivoluzione del settore pubblico, rappresentando in molti casi un momento di revisione della struttura imprenditoriale e strategica delle imprese. Inoltre, nel caso di Hera, la strategia di diversificazione multi-business ha certamente aiutato nella concretizzazione degli obiettivi a lungo termine della società. Di particolare rilevanza è anche l'attenzione della società alle politiche di sostenibilità, intesa come un'ulteriore fonte di creazione di valore e efficienza. Il modello di business e la diversificazione dell'azionariato sono una conseguenza degli obiettivi preposti alla crescita esterna; a questo proposito il modello organizzativo è particolarmente versatile e aperto al cambiamento, lo confermano le operazioni di merger and acquisition che la società ha intrapreso negli ultimi anni e attraverso cui gli azionisti sviluppano sinergie e economie di scala. Dal punto di vista finanziario l'azienda è solida. Moody's e Standard & Poor's, due delle maggiori agenzie di credito specializzate, hanno espresso un giudizio positivo sul rating della società. Per quanto concerne le tipologie di emissioni, abbiamo visto come la società si sia distinta per l'emissione dei green bond. Generalmente il fine ultimo era finanziare gli investimenti in sostenibilità e contribuire a una migliore qualità ambientale.

Documenti istituzionali:

Banca d'Italia, *Finanza pubblica, fabbisogno e debito, Statistiche*.
(https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/finanza-pubblica/2020-finanza-pubblica/statistiche_FPI_15062020.pdf).

Banca d'Italia (2008), *Questioni di Economia e Finanza, Il debito pubblico italiano dall'unità a oggi. Una ricostruzione della serie storica*. (https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2008-0031/QEF_31.pdf)

Camera dei Deputati (2018), *La nuova disciplina delle società partecipate*.
(https://www.camera.it/leg17/465?tema=il_testo_unico_sulle_societ__partecipate_d#m)

Camera dei Deputati (2020), *L'equilibrio dei bilanci di regioni ed enti locali*
(<https://www.camera.it/temiap/documentazione/temi/pdf/1105409.pdf>).

Camera dei Deputati (2018), *Le società partecipate dalle amministrazioni pubbliche*.
(https://www.camera.it/leg17/465?tema=le_societ__partecipate_dalle_amministrazioni_pubbliche#m)

Camera dei deputati (2015), *L'indebitamento degli enti territoriali*.
(https://www.camera.it/leg17/465?tema=indebitamento_degli_enti_territoriali)

Camera dei Deputati (2018), *Servizi pubblici locali*.
(https://www.camera.it/leg17/465?tema=servizi_pubblici_locali#m)

Camera dei deputati, *Indebitamento enti territoriali - titoli obbligazionari derivati*.

Consob, *La crisi del debito sovrano del 2010-2011*. (<http://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>)

Consob, *Crisi finanziaria del 2007-2009*.

Corte dei conti, Attività.

Corte dei Conti (2013), *Relazione sulla gestione finanziaria degli enti territoriali*.
(<https://www.camera.it/temiap/allegati/2015/03/19/OCD177-1156.pdf>)

Bibliografia

- Antonini L. (2014), “Autonomia finanziaria delle regioni tra riforme tentate, crisi economica e prospettive”, *Rivista AIC*, No. 4, ottobre, pp. 1 – 17.
- Assenza. T (2012), IS-LM, Dizionario di economia e finanza.
- Associazione fra le società italiane per azioni (2008), Principi di riordino del quadro giuridico delle società pubbliche. Roma.
- Bodie Z., K. Alex. e A. J. Marcus (2019), *Essentials of investments*, McGraw – Hill, New York.
- Borsa italiana (2020), *Il debito pubblico italiano*.
- BOSI P. (a cura di) (2015) Corso di scienza delle finanze, Bologna, Il Mulino.
- Cassa depositi e prestiti, Pubblica amministrazione
(https://www.cdp.it/sitointernet/it/pubblica_amministrazione.page).
- Esposito. M, “Le aperture di credito negli enti locali quale leva di finanziamento degli investimenti”, *Il commercialista telematico*.
- Friuliserà (2019), “Joint venture EstEnergy: alleanza fra Hera e Ascopiave, nasce colosso dell’energia”.
- Giarda P. (2009), Il sistema italiano di federalismo fiscale, Treccani. (http://www.treccani.it/enciclopedia/il-sistema-italiano-di-federalismo-fiscale_%28XXI-Secolo%29/) NI
- Giarda P. (2002), Le regole del federalismo fiscale nell’articolo 119: un’economista di fronte alla nuova costituzione, *Società italiana di economia pubblica*, Working papers, No 115/2001. NO
- Goisis. F, La natura delle società a partecipazione pubblica alla luce della più recente legislazione di contenimento della spesa pubblica, *Rivistacortedeiconti*.
- Greco L. e D. Iacovoni (2004), “Decentramento e mercato del debito pubblico locale”, *Moneta e Credito*, Vol. 57, No. 228, pp. 437-480.
- Gruppo Astrid (2002), La riforma del titolo V della Costituzione e i problemi della sua attuazione.
- Gruppo Hera, sito ufficiale. (<https://www.gruppohera.it/>)
- Il Sole 24 ore, Subprime (https://st.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/S/Subprime.shtml?refresh_ce=1).
- Losi. M (2019), “Debito pubblico”, *Il Sole 24 ore*.
- Marro. E (2016), “Quanto c’entra la finanza ombra (dark pool) con il crollo delle Borse”, *Il sole 24 ore*.
- Mellace L. (2016), “La gestione della crisi dei debiti sovrani e il ruolo della BCE”, *Ordines*, No. 2, pp. 108 – 133. NO

Minervini F. Privatizzazioni e riorganizzazioni delle aziende di servizi pubblici locali, Istituto di studi sui sistemi regionali federali e sulle autonomie.

(<https://pdfs.semanticscholar.org/9948/f0bda7cf0c38164f593681ddb8ede93c3ebb.pdf>)

Pellegrini M. (a cura di) (2016), “Corso di diritto pubblico dell’economia”, Milano, Walters Kluwer.

Petrone. L (2012), Costituzione italiana, riforma del titolo V, Dizionario di economia e finanza.

Quifinanza (2009), I parametri di Maastricht (https://quifinanza.it/soldi/parametri_maastricht/136/)

Quifinanza (2018), La Cassa depositi e prestiti (<https://quifinanza.it/finanza/cose-cassa-depositi-prestiti/238654/>)

Rossi F. e R. Zanrossi (2016), “Il debito pubblico italiano analisi della sua composizione dal 1999 a oggi”, *Working paper series University of Verona*, No. 20, pp. 1-43.

Serafino P. (2015), Il regime giuridico delle società partecipate dallo Stato tra controlli e giurisdizione contabile. Il caso della Consap spa, *Amministrativamente*, No. 1-12.

Sgarra G. (2002), Confindustria, Nota dal

C.S.C.(https://www.confindustria.aq.it/e107_plugins/content/images/file/NOTACSC.pdf)

S. Parolari e A. Valdesalici (2011), “La riforma dell’ordinamento finanziario in Italia tra autonomia e solidarietà”, *Revista d'estudis autonòmics i federals*, No 14, pp. 67 – 113.

Spaventa. L (2012), Debito pubblico, Enciclopedia delle scienze sociali.

Sucameli. F (2020), “Le funzioni di controllo della corte dei conti in materia di società partecipate dagli enti territoriali. Profili sostanziali e processuali”, *Diritto e conti*.

Valaguzza S. (2013), “Le società a partecipazione pubblica al cospetto della giurisdizione contabile”, *Rivistacortedeiconti*, pp. 1-21.

