

Per un nuovo ruolo del sistema finanziario nello sviluppo locale

Intervento di Maria Teresa Salvemini

Lo sviluppo locale ha bisogno di progetti di investimento tra loro ben coordinati, e basati ciascuno, e nel loro insieme, su adeguate tecniche di valutazione e di selezione; il sistema finanziario può avere un ruolo nel favorire la realizzazione di questi più razionali, ma anche più complessi, schemi di intervento pubblico, ma questo richiede qualche cambiamento nel modus operandi delle istituzioni creditizie.

1. Il mio primo punto riguarda l'importanza attribuita alle garanzie.

Le Banche, come pure la Cassa depositi e prestiti, si sono trovate finora in una posizione ambigua: da una parte, se fanno un mutuo ad un EL, fanno un "mutuo di scopo"; il contratto, cioè, deve fare riferimento ad una particolare opera, e viene erogato per stato di avanzamento dell'opera stessa. Ma il tasso applicato all'operazione creditizia non fa riferimento al merito di credito del progetto finanziato, e neanche alla solvibilità del debitore, (come ad esempio avviene, per le imprese, quando si applicano gli schemi di Basilea); si fa invece sostanzialmente affidamento sul sistema di garanzie, robustamente caratterizzato da un forte vincolo di risorse a favore dei finanziatori, la "delegazione di pagamento".

Questo ha reso finora poco necessarie le istruttorie sia sulla situazione economico patrimoniale dell'ente che richiede il credito, sia le analisi degli effetti, su questa situazione, del nuovo investimento, in termini sia di costi che di ricavi. Per quanto riguarda le prime, è possibile che il diffondersi dei modelli interni di valutazione dei crediti, nella linea di Basilea 2, possa stimolare la nascita di sistemi di raccolta dati, (ad esempio sui bilanci, visti anche in modo comparato), anch'essi fino ad oggi carenti. Per quanto riguarda il secondo punto, invece, non mi sembra che vi siano segnali di cambiamento, in particolare per quanto riguarda gli effetti sui bilanci futuri di un investimento importante o di un programma di investimenti.

La crisi del Comune di Taranto ha tuttavia messo in luce come la delegazione di pagamento possa essere una garanzia insufficiente di fronte a situazioni di dissesto, se il tesoriere non ha fatto gli accantonamenti, se il Comune non ha fatto al tesoriere le comunicazioni semestrali della delibera di accantonamento, ed anche se vi sono crediti altrettanto privilegiati, come quelli relativi agli stipendi dei dipendenti. Il Governo sta cercando di assicurare i creditori, ma il fatto è che, venuta meno la garanzia dello Stato (con la legislazione del 2003), il problema del rischio di credito andrebbe visto e trattato in modo del tutto diverso. La crescita del debito degli Enti, nell'ultimo quinquennio, apre nuove possibili prospettive di dissesto, negli anni a venire.

Abbiamo appena letto, nei giorni scorsi, che il debito delle Amministrazioni Locali è cresciuto, nel 2006, del 20%, e che il suo rapporto al PIL ha raggiunto il 7,3%. Più che il livello del debito, che risulta ancora dominato dal fatto che in passato era solo lo Stato a indebitarsi, per poi trasferire le risorse agli Enti, quel che conta è la dinamica.

L'attuale sistema di garanzie sui mutui ha avuto l'effetto di appiattire, se non uniformare, il costo del credito: non vi è ragione per far pagare dippiù un EL piuttosto che un altro – se si esclude il fatto che il costo delle istruttorie bancarie è proporzionalmente minore per i mutui di maggiori dimensioni, per cui si ha il paradosso che i comuni più piccoli pagano dippiù i mutui bancari (non quelli della CDP, che non fa alcuna differenza). In altre parole, se non si fanno approfondite e standardizzate analisi dei bilanci, proiezioni tecnicamente adeguate sulla situazione negli anni a venire, nonché serie e complete valutazioni della validità e utilità del progetto, perché si ritiene che queste ricadano nell'esclusiva sfera di responsabilità dell'ente, allora non vi è nessun elemento che giustifichi un diverso giudizio di rischiosità, e perciò un diverso costo.

Anche nel caso di emissioni di titoli non vi è sufficiente attenzione per la qualità dell'investimento, tanto più che in questo caso il legame con l'opera è assai allentato, bastando spesso il riferimento alla spesa del conto capitale, e soprattutto facendo affidamento sul rating ottenuto dall'Ente. Ma mi sono spesso chiesta se gli effetti sui futuri bilanci dell'Ente di un programma di investimenti sono adeguatamente rilevati – o rilevabili -. Temo che manchi sia nelle società di rating, sia negli istituti finanziatori, una adeguata capacità di valutare non solo quanto un investimento o un insieme di investimenti siano in grado di contribuire allo sviluppo del territorio, e attraverso questo sviluppo alla crescita delle entrate future dell'ente, ma anche, più semplicemente, quale effetto esso abbia sulle uscite future, in termini di servizio del debito e di costi di funzionamento.

Inoltre, poiché finalità del rating è indicare al risparmiatore qual è il grado di probabilità che l'ente non sia in grado di far fronte ai suoi impegni, esso dovrebbe tener conto anche della situazione patrimoniale; ma negli EL, in genere non esistono bilanci patrimoniali significativi, e i bilanci triennali, quando vi sono, poco dicono su situazioni che si proiettano a dieci o venti anni. Basta poi una rinegoziazione per aprire spazi all'indebitamento, senza alcun vero miglioramento della situazione economico patrimoniale dell'ente. Io credo che il problema del rating negli enti pubblici andrebbe affrontato con una maggiore attenzione per le specificità contabili di questi soggetti. Non a caso, l'analisi dei rating pubblicati mostra un sostanziale appiattimento, che poteva giustificarsi quando vi era ancora una forte garanzia dello Stato sui debiti degli EL e delle regioni, ma che oggi non ha più senso, una volta che i rischi del dissesto possono essere evitati solo con gestioni adeguate, e che di queste gestioni occorre dare adeguata rappresentazione.

Tutto ciò mi serve per dire che è nell'interesse degli istituti finanziatori trovare nuovi strumenti per valutare, monitorare, e soprattutto attenuare, il rischio di credito agli enti pubblici. Questo certamente spingerebbe gli enti a dotarsi di una più precisa valutazione dei costi e dei benefici attesi da un investimento, o da un

programma integrato di investimenti. La relazione di apertura di questa sessione giustamente sottolinea quanto sia importante il tema del credit pooling e della specializzazione richiesta, a questo fine, sia dal punto di vista degli intermediari, sia da quello degli strumenti finanziari utilizzati.

2. Questo è il mio secondo punto.

E' in primo luogo alla Cassa depositi e prestiti che si può chiedere un passo in questa direzione. Anche dopo la sua trasformazione in spa la Cassa è un soggetto portatore di una missione pubblica, missione che giustifica l'uso di un circuito di raccolta privilegiato, il risparmio postale, sul cui rimborso vi è la garanzia dello Stato. La trasformazione della Cassa in società per azioni è stata infatti realizzata mantenendo una "gestione speciale" la cui missione è disegnata, dalla legge, a ricalco di quella precedente, sia dal punto di vista dei soggetti destinatari, che sono solo enti della PA, sia dal punto di vista dello speciale bacino di raccolta dei fondi; ne deriva la possibilità di applicare tassi uniformi e più bassi. Il credito destinato alle infrastrutture collegate ai servizi pubblici è invece erogato dalla gestione ordinaria, con una raccolta sul mercato, non assistita dalla garanzia dello stato, e generalmente in forma di titoli, non potendo la CDP fare raccolta con depositi, non essendo una banca.

In passato la Cassa chiedeva, tra i documenti necessari per la concessione del mutuo, il piano economico finanziario, e ne dava una valutazione. Si decise poi che questo non rientrava tra i suoi compiti, e si abbandonò il sistema. Furono introdotti altri obblighi di questo tipo, collegati all'utilizzo dei fondi europei, ma indipendenti dalle procedure di concessione dei crediti.

Si potrebbe immaginare, invece, che la Cassa possa tornare a chiedere questi piani, e possa applicare condizioni più favorevoli per alcune fattispecie. Ad esempio, ai progetti integrati che siano stati da lei esaminati e positivamente valutati. Questo darebbe uno stimolo agli enti, ma anche un aiuto, perché la Cassa potrebbe esprimere un giudizio motivato sulla coerenza e la validità del progetto, offrendo tale giudizio come un servizio gratuito fatto all'ente, non certo come un passaggio burocratico. Sono sicura che anche le Fondazioni azioniste della Cassa vedrebbero con favore questa prospettiva, perché darebbe significato alla loro presenza dal punto di vista della responsabilità, loro attribuita, ad operare a favore dello sviluppo locale.

Per quanto riguarda le banche, che non hanno questa missione pubblica, vi può essere invece un interesse a valutare gli insiemi di interventi tra loro coordinati e capaci di produrre effetti positivi sul territorio sulla base di un più forte legame tra banca e clientela, finalizzato a ridurre il rischio di credito. Ho l'impressione che le banche estere operanti in Italia in questo settore abbiano avuto positivi risultati in termini di crescita della loro quota di mercato proprio perché hanno portato nel nostro paese schemi adottati altrove, in Francia o in Germania, dove il credito anche al settore pubblico è meno questione di garanzie e più questione di bontà dei progetti e di affidabilità della gestione. Si ha motivo di credere che al crescere dei rischi d'insolvenza, oggi non adeguatamente prevedibili (anche perché poco sono state studiate le condizioni di rigidità dei bilanci degli EL nel medio lungo periodo), anche altre banche si stiano mettendo sulla strada di integrare le notizie

loro fornite dalle società di rating con una propria valutazione, di natura generale, sul merito di credito del soggetto pubblico considerato, ed una valutazione specifica del progetto, dei progetti, di investimento dei quali si chiede il finanziamento, dal punto di vista del loro effetto su un merito di credito finora valutato solo su dati e informazioni di natura storica, non previsionale.

3. Il terzo punto sul quale vorrei intervenire è la tipologia di strumenti finanziari più indicata.

Un fattore che è stato indicato nella Relazione introduttiva come capace di favorire il finanziamento e la realizzazione di progetti d'investimento tra loro coordinati e collegati allo sviluppo locale è quello dell'innovazione finanziaria basata sul credit pooling. Mi sembra un punto di approccio interessante, e vorrei chiarire, a me stessa prima che a voi, a che cosa si può pensare.

Possiamo in primo luogo pensare ad Asset Backed Securities, titoli "fabbricati" dal mercato con il profilo di rischio desiderato; sono emessi da una società veicolo, con livelli diversi di subordinazione, e possono essere relativi a debitori localizzati in specifiche aree, o che hanno altre caratteristiche in comune. Il caso più noto è quello di una cartolarizzazione fatta avendo a fronte crediti già in essere, che vengono così mobilizzati. Il debitore, in questo caso, non ne trae però alcun beneficio (a meno che l'istituto finanziatore non abbia un programma di cartolarizzazioni, ma non sembra frequente). Nel caso invece in cui i Progetti Integrati nascano assieme alla soluzione finanziaria, allora questo strumento può avere interesse: mi sembra che a questo si faccia riferimento quando si parla della Società veicolo.

Assai interessanti, seguendo questo filo di discorso, sono i covered bonds. Il covered bond è un'obbligazione garantita, oltre che dalla banca emittente, anche da un portafoglio di mutui "destinato" in via prioritaria a soddisfare il pagamento delle cedole e il rimborso del capitale dell'obbligazione stessa. Questo portafoglio di crediti non viene ceduto ad una società veicolo (come avviene nelle cartolarizzazioni) ma rimane nel bilancio della banca che ha fatto i crediti, e soprattutto ne ha valutato affidabilità e profili di rischio. Standardizzare la tecnica della cartolarizzazione può aiutare molto a contenere il costo del credito, considerando fin dall'inizio quali crediti sarà possibile "segregare", e quindi rendere mobilizzabili, a fronte dell'emissione di un covered bond. Il massimo della standardizzazione è realizzato dai Pfandbrief tedeschi, che si appoggiano sia su regole applicate da molto tempo, sia soprattutto su una struttura istituzionale ben sperimentata e continuamente operante. Questo aiuta decisamente le banche che fanno i crediti agli EL a considerarli un'attività liquida, e perciò meno rischiosa dal punto di vista del facile trasferimento, a condizioni note. Si tratta di un mercato che sta crescendo anche in altri paesi, e non solo per la forte richiesta di strumenti a basso rischio, ma anche per la possibilità che offre di contenere il costo del credito agli investimenti pubblici.

Sono elementi che a mio parere rendono questi titoli assai preferibili sia a generici ABS, sia ai titoli obbligazionari normali. Infatti, senza dimensioni adeguate dell'emittente, e una sua presenza costante sul mercato, in termini di successive emissioni, un titolo obbligazionario necessariamente finisce per restare nei portafogli della banca che ha curato l'emissione, senza poter circolare sul mercato. Anche quando si è cercato di accrescere le dimensioni delle singole emissioni,

facendo ricorso a gruppi di Enti debitori, queste caratteristiche negative permangono (aggravate anzi dalla difficoltà di gestire una pluralità di debitori tra loro non solidali). Il fatto che malgrado questi forti inconvenienti sia comunque molto cresciuto il mercato delle obbligazioni degli Enti territoriali è dovuto finora principalmente, a mio avviso, alla maggiore libertà che essi consentono nella gestione della tesoreria dell'ente debitore.

I covered bonds, invece, possono essere emessi per grandi importi, e con carattere ricorrente, il che consente di pianificare, per così dire, una serie di patrimoni segregati, ciascuno con il grado di rischiosità consentito, ma potenzialmente estensibili a coprire tutti i crediti, conferendo così a tutti, o a molti, i vantaggi della trasferibilità. E' appena il caso di dire che la tecnica di ottimizzazione del profilo rischio rendimento, consente di individuare portafogli tra loro diversi, ma ugualmente "ottimizzati".

Tuttavia non so se la tecnica dell'Asset backed Security, standardizzata o no che sia, può adattarsi al finanziamento di progetti multipli, tra loro collegati e integrati, ma non necessariamente dotati dei requisiti richiesti per metterli in pool. Sarebbe interessante conoscere su questo punto il parere di chi sta sul mercato, e ne conosce da vicino le esigenze e i comportamenti. Come pure sarebbe interessante sapere quanto i normali BOC, emessi per gruppi di Enti, abbiano mostrato le necessarie caratteristiche di liquidità, spessore del mercato, e altro, o, in caso contrario, perché possano essere preferiti ai prestiti.

4. La mia impressione è che sia preferibile lavorare su nuove procedure di concessione dei mutui, nuove nel senso che contengano, come punti qualificanti, la sincronia delle decisioni, la molteplicità ma anche il significato unitario dei progetti, e la presenza di più debitori legati tra loro proprio dall'interesse a portare avanti una iniziativa significativa per lo sviluppo economico locale. Oltre alla novità delle procedure, a questi progetti dovrebbe attribuirsi un grado unico di rischio, diverso da quello che spiega il rating dei singoli partecipanti all'iniziativa complessiva.

(Sarebbe ovviamente particolarmente necessario, in questo caso, contribuire alla fase di calcolo dei piani economico finanziari, anziché aspettare che arrivino belli e predisposti (o brutti e non predisposti...) assieme alla domanda di finanziamento. Oltre al diffondersi di tecniche standardizzate e ripetitive di esame e di valutazione si potrebbe immaginare che i più grandi intermediari (come la CDP) si dotino di proprie strutture di consulenza, specializzate nel campo degli investimenti pubblici.

Si tratta, com'è evidente, del pooling di crediti che viene definito "strutturale" e contrapposto a quello "semplice". Quest'ultimo, in realtà, si basa perlopiù su Convenzioni negoziate per dare agli Enti una maggiore forza contrattuale nei confronti delle banche, e alle banche un bacino di clientela più stabile. Non vi è, in esse né un risk pooling, né alcun elemento di accrescimento del merito di credito dell'ente o del progetto.

Il credit pooling strutturato è cosa che potrebbe essere chiesta, in primo luogo, alla CDP. Come ho già detto, questo chiama in causa una nuova e diversa capacità di analisi dei progetti, e apre ad una differenziazione del costo del credito che è

coerente con la missione pubblica della CDP: i tassi differenziati per caratteristica del progetto verrebbero comunque applicati uniformemente a tutti gli enti.

Ma vi è un altro elemento sul quale mi sembra importante riflettere. Dietro un Progetto integrato vi deve essere una struttura unitaria dell'intero sistema di finanziamenti, e dei relativi flussi di cassa.

Vorrei ricordare , in questa logica, un'esperienza che facemmo alla CDP. Facemmo un accordo con almeno un paio di regioni per gestire un insieme di mutui collegati tra loro da un piano di investimenti. La Regione, che aveva definito programma e regole, dava agli enti partecipanti un contributo per il servizio del debito ; aveva a tal fine un proprio mutuo con la Cassa, che curava anche la gestione del contributo. I singoli EL avevano poi un proprio contratto di mutuo con la Cassa, tutti però alle stesse condizioni. L'unicità delle condizioni rappresentava il frutto di una valutazione unitaria del Piano, e l'unicità della gestione serviva a rendere fluidi i rapporti tra istituzioni. Non so se in questi ultimi anni vi siano state altre esperienze di questo tipo, spero di sì. Ma credo che il sistema potrebbe essere sviluppato anche utilizzando il potente sistema informativo della Cassa, già ben sperimentato con l'informativa sullo stato presente e futuro di tutti i mutui del singolo ente con la CDP.

Vorrei fare un'ultima osservazione, che solo apparentemente ha poco a che fare con i temi qui affrontati. Si tratta del ruolo delle Regioni : sempre più mi convinco del fatto che la Regione debba sviluppare le sue capacità di regolazione e programmazione, rinunciando ad un forte potere di spesa in proprio, o almeno utilizzandolo su schemi di cofinanziamento, tutte le volte che è possibile, e sull'attribuzione agli enti locali della concreta gestione dei fondi. Credo che sia necessaria una riflessione su questo punto, che è comunque all'ordine del giorno nel quadro delle riforme istituzionali sul tappeto.