

INCENTIVI FISCALI AI BOND LOCALI PER FINANZIARE GLI INVESTIMENTI

I NOSTRI SISTEMI TERRITORIALI HANNO BISOGNO DI LIQUIDITÀ PER AFFRONTARE IL DOPO COVID

di **Antonio Guizzetti**

Le conseguenze del coronavirus sono sotto lo scrutinio di tutti i previsori economici. Le valutazioni divergono, ma concordano su un punto: siamo di fronte a una crisi senza precedenti le cui conseguenze saranno pesanti. Occorreranno grandi risorse finanziarie, ma anche innovazioni negli strumenti di finanza a disposizione delle autorità per sostenere un difficile sentiero di ripresa. In questo scenario, ridiventano attuali i Buoni ordinari comunali (Boc), obbligazioni al portatore nate nel 1994 che consentono agli enti pubblici di emettere titoli di debito.

A fine 2019 il debito delle amministrazioni locali era di 84 miliardi di euro. La loro principale copertura era rappresentata da prestiti bancari, fondi monetari, Cdp, raggiungendo il picco nel 2006 con 31 miliardi, meno del 30% delle coperture totali. Gli anni 2004 e 2005 sono stati di boom per i Boc quando furono emessi 16 miliardi di titoli. Da allora, i rimborsi hanno sempre superato le emissioni portando a un calo del debito residuo. In Italia il ricorso all'indebitamento degli enti locali è sottoposto a vincoli. L'articolo 119 della Costituzione stabilisce che si possono indebitare solo per finanziare investimenti. Nel 2012 questa norma è stata rafforzata dall'adozione del principio del pareggio di bilancio. Per gli enti locali il limite all'indebitamento è anche rappresentato dall'incidenza del costo degli interessi sulle spese correnti. Dopo l'innalzamento di questa soglia tale costo non può eccedere il 10% delle spese correnti.

Ad esempio, nel 2016 lo spazio di bilancio è di 540 milioni di euro per Roma e di 375 milioni per Milano. Inoltre, nel caso in cui l'ente emittente opti per un titolo *bullet* si deve costituire un fondo di ammortamento.

Come molti strumenti finanziari, i *Municipal bond* (*Munis*) sono nati negli Stati Uniti dove sono emessi da una gran varietà d'investitori pubblici e privati: Stati federali, Municipi, università, ospedali, fondazioni, eccetera. Oggi i *Munis* capitalizzano 4mila miliardi di dollari e contano 55mila emittenti. Il mercato è organizzato come un mercato decentralizzato di *broker dealer* con un volume giornaliero di transazioni di 20 miliardi di dollari. È un mercato poco rischioso. Un rapporto di Moody's stima che fra il 1970 e 2016 il tasso di *default* dei *Munis* è stato inferiore a quello delle obbligazioni societarie, l'1% contro il 10%. Negli Stati Uniti, un *Munis* AAA a 30 anni ha un rendimento superiore di appena 20 punti base a un *Treasury* con la stessa scadenza. La maggiore attrattiva di un *Munis* consiste nel fatto che spesso sono *income tax-free*, non pagando le imposte sugli interessi. L'80% del mercato di *Munis* è costituito da titoli esenti. Quelli che non lo sono godono di sovvenzioni. In Italia i Boc sono soggetti alla tassazione del 12,5%, come i titoli di Stato.

In Europa, il mercato più sviluppato dei *Munis* è la Germania (373 miliardi di euro), grazie alle emissioni dei *Länder*. Seguono Svezia e Spagna. L'Italia è all'ottavo posto. Da noi i titoli emessi sono circa 2mila, da 550 comuni, 55 province e 19 regioni. I *Munis* si dividono in due categorie: *General obligation* e *Revenue bond*. I primi sono coperti da entrate istituzionali e i secondi si ripagano con dedicate fonti di ricavi. Per quanto riguarda le modalità di restituzione, i *Munis* possono essere *amortizing* e *bullet*. La loro offerta avviene con due metodi: *competitive sale*, dove il mercato stabilisce il prezzo e il

rendimento; *negotiated sale*, dove il prezzo e il rendimento sono invece negoziati.

Rispetto alla solvibilità dell'emittente, coesistono i *Munis rated* (con rating) e i *Munis Not Rated* (senza rating). Oggi, la generalità dei *Munis Rated* di enti locali italiani è di poco sopra l'*investment grade*, vicini quindi ad essere considerati *junk bond* e questo dipende molto dal rating Italia.

Nelle Fase 2 e Fase 3 i *Munis* possano avere un ruolo determinante. Gli enti locali avranno bisogno di liquidità e investimenti e anche di creatività finanziaria. Dopo la crisi del 2008 negli Stati Uniti è stato determinante l'*American recovery and re-investment act* del Presidente Obama che lanciò i *Build America bond* (*Bab*) per creare occupazione e rilanciare l'economia permettendo agli enti locali di raccogliere capitali sui mercati per investire. I *Bab* erano di due tipi: *Tax credit Bab* che offrivano ai sottoscrittori un sussidio federale e i *Direct payments Bab* con un sussidio concesso all'emittente per compensare l'interesse pagato ai sottoscrittori. Il programma *Bab* durò sino al 2011 e permise agli enti locali americani di raccogliere 181 miliardi di dollari con un risparmio stimato di 100 punti base sul costo del loro indebitamento.

Sono quindi convinto che anche in Italia i *Munis*, se sostenuti da adeguati strumenti fiscali, possono rappresentare dei nuovi paradigmi di finanziamento dei nostri sistemi territoriali che molto gioverebbero al Paese e alla sua ripresa.

Presidente Guizzetti & Associates

© RIPRODUZIONE RISERVATA

