

ISSN 1127-8579

Pubblicato dal 13/03/2013

All'indirizzo <http://www.diritto.it/docs/34777-rating-ed-analisi-di-bilancio>

Autore: Fulgione Gerardo

Rating ed Analisi di bilancio

RATING ED ANALISI DI BILANCIO

di

Gerardo Fulgione – Comune di Bologna

Gli eventi che di recente hanno portato come un uragano, nei nostri Enti come nelle nostre vite private, concetti come spread, rating, valutazioni, declassamento, titoli spazzatura etc. Ovvero concetti di mercati finanziari a cui non si era abituati a sentirli tutti i giorni se non dagli addetti ai lavori in un campo, quello finanziario per l'appunto, lontano anni luce da quel mondo che ci girava intorno ed in cui eravamo abituati a vivere e lavorare, dovranno comportare un cambiamento del nostro modo di pensare prima ancora di lavorare e pertanto bisogna innanzitutto conoscere questi argomenti ed il loro funzionamento. Compito di questo contributo è di voler fornire un quadro generale di cosa è un rating, della sua costruzione e delle sue dinamiche di funzionamento, pur senza addentrarci in dettagli troppo tecnici da rinviare ad approfondimenti più specifici.

BREVE STORIA DEL RATING E PRINCIPALI CRITICHE SUBITE.

Il *rating*, esprimibile anche come *valutazione*, è un metodo utilizzato sia per classificare i titoli obbligazionari offerti sui mercati finanziari, che per classificare le imprese pubbliche e/o private in base al loro rischio.

Nella storia è possibile risalire ad un primo esempio di *rating* dagli scritti di un documento pubblicato da Henry Varnum Poor basato proprio sulla storia finanziaria delle ferrovie e dei canali degli Stati Uniti¹.

Obiettivo principale del signor Poor era quello di far sì che le aziende fossero obbligate a rendere pubblici i loro bilanci agli investitori o a chi ne avesse interesse.

Tale opera fu continuata da altre persone che crearono alcuni tipi di indici finanziari chiari e trasparenti, ed in seguito fu fondata l'agenzia *Standard & Poor's*.

Anche un giornalista economico, John Moody, convinto che la mancata trasparenza delle aziende fosse alla base di una "mini-crisi" finanziaria nel 1909, raccolse una serie di indicatori², i quali contribuirono alla creazione della società *Moody's*.

Tutt'oggi, le due agenzie di *rating* più importanti al mondo sono *Standard & Poor's* e *Moody's*.

La principale fonte di critiche del sistema di *rating* riguarda proprio le agenzie, esse sono criticate per la non piena affidabilità della loro analisi finanziaria in quanto società private non esenti da potenziali conflitti di interesse con i mercati e gli stessi soggetti operanti sugli stessi.

Una prima tipologia di potenziale conflitto di interesse riguarda i soggetti che pubblicano i rating e nel contempo svolgono attività di banca d'investimenti. In questo caso il rating potrebbe essere strumentalizzato nell'interesse della banca ovvero dei clienti per attività speculative in Borsa.

Inoltre, un particolare utilizzo del rating, mediante operazione di declassamento, potrebbe favorire l'acquisizione di immobili, aziende o parti di esse (*assets*) se il soggetto da valutare, pubblico o privato, sia fortemente indebitato. In questi casi, infatti, la valutazione negativa, conseguenza del declassamento, comporta, a breve termine, un rialzo degli interessi applicati ai prestiti in corso e quindi un aumento degli oneri finanziari. Il debitore, al fine di non peggiorare la sua valutazione, cederà beni immobili e mobili di sua proprietà a "prezzi stracciati".

Terza questione critica: non raramente, anzi piuttosto spesso, non sono le agenzie di stampa o la comunità finanziaria ma le società emittenti titoli sul mercato (imprese, Stato, Autonomie Locali) a chiedere una valutazione della loro "salute economica", le quali si sobbarcano i costi, piuttosto cor-

¹ *History of Railroads and Canals in the United States.*

² *Manual of Industrial Securities.*

posi, del lavoro di studio ed analisi propedeutica alla formulazione di un rating. In questi casi, i presupposti di un conflitto di interessi si manifestano in pieno, e la stessa valutazione, di conseguenza, risulta meno credibile.

Quarto elemento di criticità: se una società o un Ente pubblico chiede una valutazione, il committente può chiedere che venga resa pubblica o meno. In caso di pubblicazione, ovviamente, il rating diventa noto al mercato e monitorato dalle agenzie. Ebbene, questo meccanismo espone i soggetti operanti al rischio di aggio³ e *insider trading*⁴, ovvero la non comunicazione al mercato di informazioni in grado di abbassare il prezzo di un titolo. L'omissione e ritardata diffusione può alterare l'equilibrio dei mercati, favorendo alcuni agenti economici e sfavorendone altri, creando e/o alimentando speculazioni che alla lunga potrebbero essere dannose per diversi soggetti economici.

Aggio e *insider trading* tuttora sono dei reati⁵ in Italia.

ANALISI DI BILANCIO PER LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE.

Le analisi di bilancio rappresentano degli utili strumenti a supporto degli organi decisionali degli Enti pubblici e consentono di ricavare informazioni fondamentali sulla situazione e struttura finanziaria dell'Amministrazione esaminata.

Gli attori coinvolti nel lavoro e nell'elaborazione di tali analisi sono speculari l'un con l'altro: da una parte c'è chi investe nei titoli e nei progetti dell'Ente e dall'altra i dirigenti e gli amministratori della Pubblica Amministrazione.

Al fine dell'interesse di tutela di chi investe, l'analisi di bilancio è volta a verificare la capacità di ripagare puntualmente il debito assunto. A tal fine torna utile la valutazione espressa come forma di *rating*.

Il rating pone la sua attenzione sul grado di rischio di insolvenza da parte della pubblica amministrazione nel ripagare il debito. Esso inoltre riveste inoltre fondamentale importanza per verificare la possibilità di concedere finanziamenti e per valutare il rischio nelle operazioni di emissione obbligatoria.

L'analisi di bilancio, nel suo insieme, può consentire ai dirigenti di prendere le più opportune decisioni in merito ai programmi, ai budget, agli investimenti e più in generale alla gestione finanziaria dell'Ente. Una corretta elaborazione dell'analisi può contribuire all'identificazione di eventuali problemi finanziari ed al miglioramento della gestione aziendale.

Rating ed analisi di bilancio sono elementi complementari ed inscindibili, uno legato all'altro, funzionali al raggiungimento degli stessi scopi.

Nel concetto di rating, è inclusa una certa stima della probabilità di insolvenza da parte della pubblica amministrazione sottoposta ad esame; esso è uno strumento riconosciuto nei mercati finanziari che consente alle diverse pubbliche amministrazioni di diffondere informazioni sulla loro situazione finanziaria, espresse secondo un semplice codice alfanumerico o alfabetico espressione della loro qualità creditizia (tabella 1).

Il rating, nel corso del tempo, ha acquisito per le pubbliche amministrazioni anche un'altra funzione, ossia quella di strumento (grazie anche ai mass-media) volto ad ampliare la visibilità (positiva o negativa) di un Ente Locale o di una Regione ad un pubblico più vasto di quello del contesto geografico ed istituzionale di riferimento.

³ Pubblicazione o divulgazione di notizie false, esagerate o tendenziose atti a cagionare una diminuzione del prezzo delle merci, ovvero dei valori ammessi nelle liste di borsa o negoziabili nel pubblico mercato.

⁴ Compravendita di prodotti finanziari di una determinata società da parte di soggetti che, per la loro posizione all'interno della stessa o per attività professionale, sono venuti in possesso di informazioni riservate non di pubblico dominio ("informazioni privilegiate").

⁵ Rispettivamente dall'art. 501 del Codice Penale e dal D.Lgs. n. 58/1998.

Esempio: se la piccola cittadina di Sant'Eusebio, in provincia di Pandora⁶, decidesse di emettere dei BOC, l'istituto del rating permetterebbe, anche a chi fosse sprovvisto di ogni informazione sulla città di Sant'Eusebio e sulle sue condizioni finanziarie, di poter valutare l'opportunità di investire nei suoi titoli obbligazionari.

Tabella 1 – forme di espressione dei *rating* e loro significato delle due più importanti agenzie mondiali.

<i>Standars & Poor's</i>	<i>Moody's</i>	<i>Valutazione della Solvibilità</i>
AAA	Aaa	Massima sicurezza del capitale e di capacità di pagare gli interessi.
AA+	Aa1	Capacità alta di ripagare gli interessi ed il capitale.
AA	Aa2	
AA-	Aa3	
A+	A1	Qualità medio-alta. Buona capacità di rimborso di interessi e capitale ma sensibili al mutamento di condizioni economiche o congiunture.
A	A2	
A-	A3	
BBB+	Baa1	Capacità sufficiente di pagamenti degli interessi e del rimborso del capitale. Forte sensibilità verso mutazioni sfavorevoli delle condizioni economiche.
BBB	Baa2	
BBB-	Baa3	
BB+	Ba1	Nel breve periodo minore vulnerabilità al rischio di insolvenza, permane grande incertezza di esposizione ad avverse condizioni economiche future.
BB	Ba2	
BB-	Ba3	
B+	B1	Maggiore vulnerabilità ad avverse condizioni economiche, ma presenza comunque di una certa solvibilità nel presente.
B	B2	
B-	B3	
CCC	Caa	Vulnerabilità, anche estrema, e dipendenza da favorevoli condizioni economiche e finanziarie per far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie.
CC	Ca	
C	C	Pur in presenza di pagamenti ed impegni finanziari mantenuti, si è in presenza di istanza di fallimento, dissesto finanziario o procedure analoghe
D		<u>Default</u> . Mancato pagamento relativo ad alcuni finanziamenti o alla loro totalità nei termini contrattuali previsti.

⁶ Nomi di fantasia.

La costruzione del *rating*.

Il giudizio di rating è fondato oltre che sull'analisi di bilancio, anche sull'economia del territorio, sull'organizzazione, sulle condizioni, sull'efficienza e sulle prospettive future della pubblica amministrazione esaminata.

Per tale motivo questa valutazione è il risultato di un processo che consiste di diverse fasi, in cui intervengono diversi attori coinvolti in un dialogo tra essi e l'azienda in questione al fine di far emergere le informazioni necessarie al fine di dar un "merito di credito all'ente" per presentarsi in un certo modo al mercato dei capitali.

La procedura di assegnazione del rating, quindi, risulta piuttosto articolata e laboriosa, è poiché essa riveste un ruolo strategico per l'Ente emittente, l'elaborazione deve essere il più possibile oggettiva e ponderata.

La collaborazione stretta tra Ente ed Agenzia di rating deve essere particolarmente stretta, poiché l'Ente stesso deve fornire tutte le informazioni e la documentazione necessaria.

Fasi in cui si articola il processo di costruzione del rating:

- Richiesta del rating o primo contatto: l'istruttoria parte dall'agenzia di rating sulla base della richiesta di valutazione da parte della pubblica amministrazione e si articola in un progetto di analisi delle principali variabili aventi parte attiva dello status e del comportamento dell'azienda sul mercato finanziario. L'agenzia in questa fase elenca e richiede tutti i documenti di cui necessita per il suo lavoro di analisi (bilancio, relazioni previsionali e programmatiche, relazione dei revisori, statistiche, *trends* economici etc.);
- Riunioni: in questa fase l'agenzia di rating predispone un piano di studio dei documenti presentati dalla pubblica amministrazione (consuntivi, bilanci di previsione, bilanci consolidati e bilanci delle aziende controllate o partecipate), in più viene analizzato anche il contesto economico-sociale di riferimento (a partire dalla struttura demografica ed economica, informazioni che per gli EE.LL. sono elementi costitutivi e obbligatori della prima parte della Relazione Previsionale e Programmatica);
- Fase di colloquio: si svolge presso la sede della pubblica amministrazione, gli attori coinvolti sono, da una parte gli analisti dell'agenzia di rating, e dall'altra i responsabili della gestione finanziaria e di controllo della pubblica amministrazione. Nei colloqui inoltre viene spesso prevista la presenza degli organi di governo dell'amministrazione, allo scopo di conoscere le principali scelte economiche e di strategie dell'Ente. Il carattere di questi colloqui, pertanto, ha natura sia di carattere tecnico che di carattere politico;
- Analisi: conclusi i colloqui, gli analisti dell'agenzia predispongono uno studio di rating basandosi su tutte le informazioni raccolte (finanziarie, economiche, amministrative e politiche); in questo studio solitamente rientra anche una fase di *benchmark* con Enti dello stesso tipo (esempio: confronto tra la città di Bologna e quella di Firenze) oltre ad analizzare piani di investimento esistenti o in progetto, eventuali altre fonti di finanziamento, esistenti o potenziali, si verificano insomma tutti i fattori che possano avere impatto sulla valutazione finale. La fase finale di analisi si conclude con l'elaborazione di un rapporto interno confidenziale che gli analisti presentano ai membri del comitato di rating dell'agenzia;
- Riunione del comitato di rating: questo comitato, di solito rappresentato sia dagli analisti che hanno svolto la visita presso la pubblica amministrazione che da analisti del dipartimento Stato o Autonomie locali della stessa agenzia, si riunisce e discute del rapporto presentato e

del rating proposto. La riunione termina con un voto del comitato che si esprime sull'effettiva valutazione da attribuire all'amministrazione richiedente;

- Nel caso in cui l'amministrazione non si reputi soddisfatta del giudizio di rating può presentare ricorso all'agenzia valutatrice, presentando nuovi elementi o integrando quelli già forniti, in modo da ottenere una nuova delibera del comitato ed un nuovo rating;
- Il giudizio espresso dal comitato viene trasmesso (o ritrasmeso a seguito di un eventuale ricorso) alla pubblica amministrazione insieme alle motivazioni che hanno portato a tale valutazione. A questo punto l'Ente può decidere se rendere pubblico o meno il rating e, in caso di decisione positiva, sarà l'agenzia di rating a preparare il comunicato stampa del rating e delle sue motivazioni e trasmetterlo ai principali organi di informazione;
- Monitoraggio: una volta pubblicato il rating, l'agenzia continua a tenere sotto osservazione gli elementi finanziari e la situazione relativa dell'amministrazione valutata, ciò soprattutto a tutela degli investitori. Il rating, infatti è un indicatore dinamico, e come tale può subire delle modificazioni sulla base di successive valutazioni di credito che l'agenzia ritiene di dover esaminare.

Gli elementi costitutivi del giudizio di rating.

Come abbiamo detto le agenzie raccolgono diverse informazioni sulle amministrazioni verificando diversi elementi di varia natura (documenti ufficiali, bilanci, investimenti, etc.).

Proprio in virtù della diversità di questi elementi è necessario individuare delle macro-classi di area entro cui classificare le fonti informative sulla base proprio della loro natura e/o provenienza. (veda- si tabella 3)

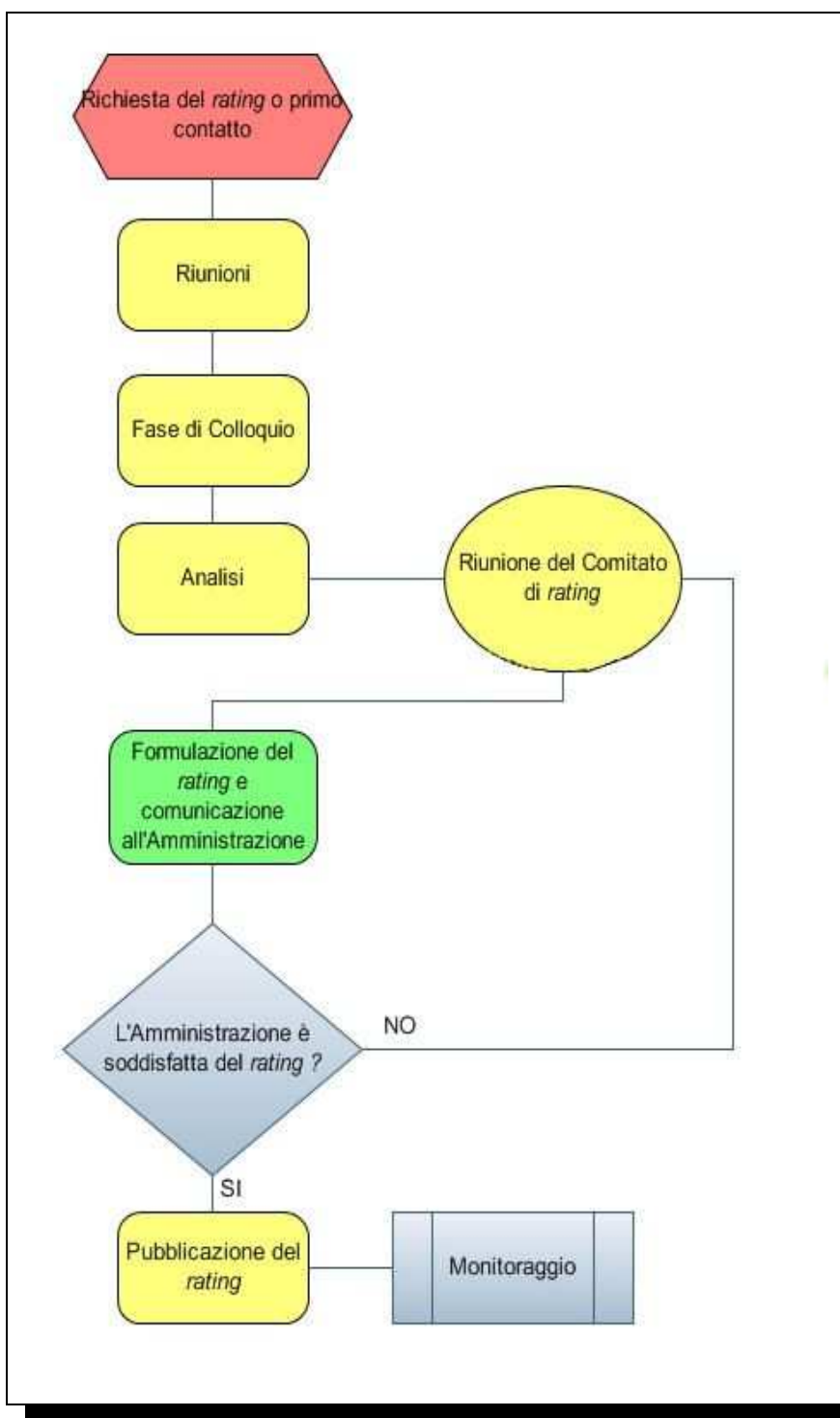
Le macro-classi principali che per un'agenzia di rating devono avere un'importanza alta possiamo definirle, in modo non esaustivo, nell'organizzazione politico-amministrativa; dalla situazione economica e finanziaria dell'Ente; della situazione socio-economica del territorio amministrato.

All'interno delle singole macro-classi la valutazione delle previsioni dei flussi finanziari (entrate ed uscite) ha una rilevanza notevole ai fini della valutazione della qualità creditizia dell'Ente.

È da chiarire che l'ambito geografico di confronto in cui viene a formarsi il giudizio di rating non è solo quello del Paese di riferimento, ma l'intero contesto internazionale, *in primis* perché la valutazione di credito deve essere disponibile per tutti gli operatori finanziari operanti sugli appositi mercati, e tali operatori sono di diverse nazionalità ed operano su mercati internazionali (esempio: un potenziale investitore coreano deve essere in grado di poter confrontare una valutazione del comune di Sant'Eusebio ed una del comune di Firstvalley⁷ negli Stati Uniti per poter decidere su quale investimento optare), e poi perché i movimenti nei mercati sia finanziari che dello scambio di beni e servizi a livello mondiale possono creare congiunture, favorevoli o sfavorevoli, tali da influenzare sia gli operatori finanziari che l'intera economia di un Paese, ed influenzarne così la capacità di credito.

⁷Città di fantasia, in realtà ispirata al popolare quartiere di Primavalle a Roma.

Tabella 2 - Processo di Formulazione del rating



In generale i principali criteri di analisi utilizzati nel decidere il rating dell'azienda sono:

- Situazione demografica ed economica dell'amministrazione analizzata;
- Organizzazione amministrativa (politica e gestione);
- Situazione di bilancio e sostenibilità finanziaria;
- Livello dell'indebitamento e circostanze della sua formazione;
- Eventuali passività fuori bilancio;
- *Benchmark* con altre amministrazioni di pari livello (regionale, provinciale/dipartimentale o municipale) dello stesso Paese o di altri Paesi.

Tra i fattori più critici, e per questo ad alto rischio di volatilità della valutazione, sono la base economica, la crescita (o decrescita) di un'economia ed il suo grado di differenziazione. La "salute" fiscale, infatti, è strettamente correlata alla prosperità economica.

Occorre valutare, da parte delle agenzie di rating, ma sottolineiamo soprattutto dagli organi decisionali dell'amministrazione pubblica, fattori quali: caratteristiche della forza lavoro, tasso di occupazione, il livello di reddito e la sua distribuzione, il prodotto interno lordo pro capite, e tutti gli altri fattori che larga letteratura economica di recente ha evidenziato, in modo da determinare la stabilità dell'economia dell'ambiente di riferimento dell'ente pubblico.

Il rating prende poi in considerazione anche la stabilità del sistema amministrativo e la sua articolazione. Il sistema di finanziamento, innanzitutto, è uno degli elementi che più influisce sulla flessibilità finanziaria e sulle entrate dell'ente pubblico. I trasferimenti statali e regionali, quindi sono esaminati secondo *trend*, dimensioni e riadattamenti nel corso del tempo.

È importante poi considerare il tipo di trasferimento e la possibile presenza di perequazione fiscale.

Inoltre l'analisi dell'offerta di un servizio o di un bene esercita una certa pressione sulla spesa, pertanto un'analisi costi-benefici sarebbe opportuna da parte dell'Ente prima di sottoporsi al giudizio di valutazione.

Il punto di osservazione si concentra soprattutto sul tipo di entrate e sul tipo di spese, ponendo particolare attenzione alle entrate proprie e la loro copertura delle spese correnti, sia quelle considerate poco variabili nel breve periodo (spese di personale e interessi sui mutui). La valutazione delle spese deve porre in rilievo la parte di spese flessibili, i programmi di spesa e la tendenza delle spese (vedasi tabella 4).

Un altro criterio alla base della decisione sul rating è dato dal livello di liquidità dell'azienda, dalle politiche di investimento e dalla stagionalità delle entrate. La gestione di cassa ed il suo coordinamento con i prestiti a lunga scadenza spesso riflettono una capacità di pianificare e controllare il bilancio maggiori di altre pubbliche amministrazioni che porrebbero meno importanza a questo fattore.

Vengono esaminate altresì le passività fuori bilancio e la possibilità concreta di ripianarle, anche in questo caso si opera un confronto con altre amministrazioni in condizioni similari. Giova ricordare come i debiti fuori bilancio siano un pessimo indicatore sulla condizione di salute economica degli Enti, basti ricordare che molti Enti Locali si sono ritrovati in condizioni di dissesto finanziario come conseguenza di ricapitalizzazioni continue di società controllate o partecipate.

Tabella 3: - insieme di informazioni essenziali al giudizio di rating

Fonte	Macro-classe	Tipologie di informazione	Indicatori principali
Esterna: <ul style="list-style-type: none"> • leggi e norme; • indagini; • statistiche. 	<p style="text-align: center;">Ambito Istituzionale</p>	<ul style="list-style-type: none"> • caratteristiche demografiche; • servizi pubblici erogati; • sistema di autonomia impositiva (tasse, tariffe etc.); • infrastrutture presenti; 	<ul style="list-style-type: none"> • variabili costituenti il PIL; • reddito medio pro-capite; • livello di occupazione/disoccupazione; • composizione della popolazione; • dati storici; • infrastrutture presenti o in programmazione;
Esterna: <ul style="list-style-type: none"> • assetto territoriale; • condizioni economiche; • ordine pubblico; • disuguaglianza sociale; 	<p style="text-align: center;">Ambito Socio-Economico</p>	<ul style="list-style-type: none"> • condizioni di disuguaglianza nel reddito; • presenza/assenza di criminalità; • crescita/decrecita dell'economia; • grandezza / frammentazione territoriale dell'Ente; 	<ul style="list-style-type: none"> • indicatori del livello del carovita e delle condizioni economiche della popolazione per fasce di reddito; • tasso di furti, rapine o altri elementi penalmente rilevanti riconducibili a situazioni economiche-sociali; • <i>trend</i> di crescita economica basata sul numero di imprese nate/morte; • impatto dei servizi pubblici sulle aree frammentate, grado di copertura del territorio dei beni essenziali;
Interna: <ul style="list-style-type: none"> • regolamenti; • documenti; • organigramma; • livelli di responsabilità. 	<p style="text-align: center;">Ambito Amministrativo</p>	<ul style="list-style-type: none"> • attività svolte e servizi erogati; • attinenza alla <i>mission</i> dell'Ente; • articolazione della struttura organizzativa; 	<ul style="list-style-type: none"> • posizionamento geografico e suo condizionamento strategico; • descrizione dell'organigramma e delle linee di gerarchia; • relazioni tra dipendenti, organi e struttura politica; • catena del comando e conseguente formulazione dei processi decisionali;
Interna: <ul style="list-style-type: none"> • relazioni; • bilanci; • piani strategici • piano generale di sviluppo; 	<p style="text-align: center;">Ambito Economico-Finanziario</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Relazione previsionale e programmatica; • Bilanci pluriennali; • Analisi dei criteri di redazione dei bilanci; • Analisi finanziaria 	<ul style="list-style-type: none"> • Equilibrio entrate / spese correnti; • Crescita/decrecita delle entrate e delle spese e flessibilità impositiva; • Investimenti in atto

<ul style="list-style-type: none"> piano economico generale. 		<p>della politica dell'Ente, analisi della capacità di indebitamento e solvenza;</p>	<p>ed impatto sulle spese correnti;</p> <ul style="list-style-type: none"> Trasferimenti erariali / regionali anche in conto capitale; Debiti in essere, eventuali debiti fuori bilancio, fidejussioni concesse; Cash flow di tesoreria;
<p>Interna:</p> <ul style="list-style-type: none"> incontri; colloqui; vision condivisa; 	Risorse Umane	<ul style="list-style-type: none"> gestione del personale, come senso di appartenenza, condivisione degli obiettivi, formazione professionale etc.; incentivazione economica e/o morale; stabilità / instabilità di amministratori e dirigenti 	<ul style="list-style-type: none"> composizione dell'organigramma; regolamenti di contabilità e del funzionamento degli uffici; composizione di giunta e consiglio; rapporti con le autorità gerarchicamente superiori o paralleli;
<p>Interna:</p> <ul style="list-style-type: none"> documentazione varia; 	Informazioni generiche sulle aree di rischio	<ul style="list-style-type: none"> Operazioni Straordinarie (riorganizzazioni/ristrutturazioni); Faccende legali pendenti; Vulnerabilità generale al cambiamento del contesto sociale; 	

Tabella 4 - Flussi di Entrate e Spese con riferimento ad un orizzonte temporale di 5 anni (esempio)

Rendiconti	Anno X	Anno Y	Anno W	Anno J	Anno Z
Entrate Correnti
Spese Correnti
Margine Corrente
% entrate correnti
Spese in c/capitale
Entrate in c/capitale
Surplus/Deficit prima delle quote capitali
% del totale delle entrate
Rimborso mutui e prestiti
Fabbisogno di finanziamento
% del totale delle entrate
Accensione prestiti e mutui

Risultato di competenza (cassa)	.....	.....	.....	.....	.....
% del totale delle entrate	.....	.....	.....	.....	.....

Il *rating* nella Pubblica Amministrazione italiana.

Con il progressivo aumento dell'autonomia finanziaria e con la contrizione sempre più sostenuta dell'autonomia finanziaria e dei relativi trasferimenti statali e regionali, le pubbliche amministrazioni italiane hanno cominciato a far ricorso maggiormente allo strumento del *rating* quale mezzo per poter accedere ai mercati finanziari.

Per poter garantire i prestatori di fondi, infatti, le P.A. hanno sperimentato negli ultimi anni forme alternative di finanziamento fra le quali figurano le emissioni di prestiti obbligazionari. A questo punto sorge, per le amministrazioni, la necessità di instaurare un canale di comunicazione con i mercati finanziari al fine di esporre attività e valore della propria gestione finanziaria.

A tal fine, le agenzie di *rating* concentrano la propria analisi sulle possibilità delle Pubbliche Amministrazioni di sostituire le entrate da trasferimenti, ormai in calo inesorabile, con le fonti di finanziamento proprie, ossia le entrate tributarie ma soprattutto le entrate extra-tributarie, molto più sensibili a diversi fattori, di tipo sociale ed economico.

A tutt'oggi il numero di Regioni ed Economie Locali che ricorrono al *rating* ha avuto un incremento dalla loro prima comparsa sul mercato secondario⁸, ovvero dal 1996.

La possibilità di emettere obbligazioni era stata introdotta nell'ordinamento italiano dall'art. 10 della L. 28/1970 che consentiva alle Regioni di contrarre mutui e di emettere obbligazioni esclusivamente per provvedere a spese di investimento o per assumere partecipazioni in società regionali, e, per quanto riguarda gli Enti Territoriali, dalla Legge quadro di riforma delle autonomie locali, ovvero la L. 142/1990. Si sono poi succeduti numerosi provvedimenti legislativi, ma la disciplina più organica, che estende a tutti gli Enti Territoriali tali possibilità, è contenuta nell'art. 35 e 37 della L. 724/1994 e nel Decreto del Ministero del Tesoro n. 152 del 29/01/1996. Quest'ultimo provvedimento, in particolare, individua finalità, procedure e limiti dell'emissione di prestiti obbligazionari.

Queste obbligazioni vengono generalmente denominate BOC (Buoni ordinari comunali), BOP (Buoni ordinari provinciali) e BOR (Buoni ordinari regionali).

Nell'attuale D.Lgs. n. 267/2000 (Testo Unico degli Enti Locali), l'articolo principale di riferimento per l'attivazione di prestiti obbligazionari è il 205 (corrispondente all'art. 47 del D.Lgs. n. 77/1995 ora abrogato).

Alcuni esempi di valutazioni degli enti territoriali italiani (fonte Fitch anno 2002):

Tabella 5 - *Rating* 2002 - Regioni

Regioni	Fitch	S&P	Moody's
Campania			A3
Emilia Romagna		AA	
Lazio	A+neg	A+neg	Aa3 neg
Lombardia	AA	AA+	Aa1
Piemonte	AA-		
Sicilia	A-		A1 neg
Toscana		AA	Aa3
Veneto			Aa2

⁸ Il "mercato secondario" è il mercato in cui si scambiano le obbligazioni, i cui prezzi dipendono dalle oscillazioni delle loro quotazioni dovute alla domanda ed all'offerta.

Tabella 6 - Rating 2002 - Province

Province	Fitch	S&P	Moody's
Bologna		A+	
Genova			Aa3
Milano			Aa3
Napoli			Aa3
Palermo			A1
Roma		A+	
Venezia	AA-		

Tabella 7 - Rating 2002 - Comuni

Comuni	Fitch	S&P	Moody's
Bologna		AA	
Firenze		AA	Aa2
Genova		A+	
Milano		AA	
Napoli		BBB+	Baa1
Palermo			Aa3
Roma	AA- neg	AA-	
Torino		AA- neg	
Venezia		AA	Aa2

Negli ultimi anni, la situazione strutturale del debito pubblico nazionale, ed in misura ancora maggiore degli Enti Territoriali, i quali, in alcuni casi, non hanno saputo sfruttare al meglio la leva finanziaria delle entrate extratributarie, mostrando una certa miopia e preferendo affrontare spese importanti puntando troppo sulle entrate da trasferimenti ed avendo una eccessiva fiducia nelle entrate proprie hanno portato ad un notevole abbassamento della valutazione da parte di tutte le agenzie di rating.

A partire dal declassamento della situazione finanziaria del debito nazionale, di conseguenza si è avuto anche un declassamento delle realtà locali, in particolare da parte di Moody's che nel corso dell'anno 2012 ha declassato le Regioni Lombardia, Campania, Toscana, Umbria e Veneto, Provincia e Comune di Milano, le città di Firenze, Venezia, Napoli e la Provincia di Torino.

La valutazione, infatti, scende di un posto per la Lombardia (A1) e di due posti per la Regione Campania (Baa2), la città e la Provincia di Milano (A2), la città di Firenze (BAA1), la città di Napoli (da Baa1 a Baa3), la Provincia di Firenze e la Regione Toscana (A3), la Provincia di Torino (A2), l'Umbria (A3), il Veneto e la città di Venezia (A3).

Moody's aveva infatti declassato il rating dell'Italia da A2 ad A3.

La giustificazione, adottata da Moody's, era dovuta alla "pressione combinata" derivante in primo luogo dall' "avverso e prolungato impatto della crisi dell'area dell'euro che rende il contesto operativo molto difficile per le banche europee", in secondo luogo dal "deterioramento del merito di credito dei rating sovrani, che ha portato all'aggiustamento dei rating di nove Paesi lo scorso 13 febbraio" e

infine dalle "sfide importanti" che dovranno affrontare le banche con "significative attività sui mercati dei capitali".

“Queste difficoltà”, secondo Moody's, “non riescono a essere compensate dalla presenza di fattori positivi come il supporto offerto dai governi al sistema bancario e la politica monetaria accomodante”.

Il declassamento del bilancio nazionale è un declassamento automatico in quanto i bilanci delle autonomie locali sono all'interno del bilancio nazionale, e non hanno un'autonomia tale da potersi differenziare e avere un *rating* maggiore di quello della Repubblica italiana.

In conclusione, pur con tutti i fattori critici che esso comporta, il giudizio di *rating* è un valore a cui prestare delicata attenzione soprattutto per gli anni futuri. Le politiche di contenimento della spesa pubblica, infatti, dovranno comportare una maggiore attenzione alla corretta gestione delle fonti di finanziamento, dovendo contare sempre di meno, per quanto riguarda gli Enti Territoriali in particolare modo, sui trasferimenti statali, la “pratica” impossibilità di poter incrementare le tasse locali in misura tale da non incidere in modo negativo su economia locale e servizi e la possibilità di poter utilizzare nel migliore dei modi possibili la leva finanziaria data dall'emissione di titoli obbligazionari. A tal fine pertanto si necessita di un giudizio di *rating* il più positivo possibile, e per ottenerlo non c'è che una sola via: operare una corretta gestione dell'Ente, indirizzata verso una evoluzione dinamica di tipo gestionale-organizzativo più di tipo aziendale che di tipo burocratico ed assistenziale.